

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**AS ÂNCORAS NOMINAIS DO PLANO REAL  
(1994-1998)**

BRUNO CAMPOS VISCONTI  
matrícula nº: 106029029

ORIENTADOR(A): Prof. Eduardo Figueiredo Bastian

DEZEMBRO 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**AS ÂNCORAS NOMINAIS DO PLANO REAL  
(1994-1998)**

---

BRUNO CAMPOS VISCONTI  
matrícula nº: 106029029

ORIENTADOR(A): Prof. Eduardo Figueiredo Bastian

DEZEMBRO 2011

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)*

## RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar a estratégia do Plano Real de buscar âncoras nominais para dar continuidade ao processo de estabilização. Mais do que isso, objetiva analisar a teoria por trás da utilização de âncoras nominais e os impactos que estas tiveram no sucesso de controlar a inflação brasileira. Para isso são analisadas as principais âncoras, o histórico inflacionário brasileiro e a conjuntura que levou a opção pela adoção da âncora cambial como principal eixo de política econômica do Plano Real no período 1994-1998.

**Palavras-Chave:** Inflação, âncoras nominais, estabilização, Plano Real.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>CAPÍTULO I - ÂNCORAS NOMINAIS E REGIMES MONETÁRIOS.....</b>	<b>9</b>
I.1 - INTRODUÇÃO.....	9
I.2 - ÂNCORA NOMINAL E REGIME MONETÁRIO .....	9
I.3 - REGIME DE METAS CAMBIAIS.....	12
I.4 - REGIME DE METAS MONETÁRIAS .....	17
I.5 - REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO .....	20
<b>CAPÍTULO II - HISTÓRICO INFLACIONÁRIO .....</b>	<b>24</b>
II.1 - INTRODUÇÃO .....	24
II.2 - BREVE HISTÓRICO DO PROCESSO INFLACIONÁRIO: 1955-1985.....	25
II.3 REDEMOCRATIZAÇÃO E O DEBATE EM TORNA DA INFLAÇÃO .....	41
<b>CAPÍTULO III - O PLANO REAL E SUAS ÂNCORAS .....</b>	<b>53</b>
III.1 - INTRODUÇÃO .....	53
III.2 - BREVE HISTÓRICO DO PLANO REAL .....	53
III.3 - <i>ÂNCORA FISCAL</i> .....	59
III.4 - ÂNCORA MONETÁRIA .....	62
III.5 - ÂNCORA CAMBIAL .....	64
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>77</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>79</b>

## ÍNDICE DE GRÁFICOS E TABELAS

### GRÁFICOS

Gráfico 1 – IGP-DI: 1955 - 1985 .....	39
Gráfico 2 – Dívida Externa Líquida .....	41
Gráfico 3 – IGP-DI mensal: 1985-1994 .....	51
Gráfico 4 – Reservas Internacionais .....	66
Gráfico 5 – Taxa de Câmbio real .....	67
Gráfico 6 – Balança Comercial .....	70
Gráfico 7 – Saldo em Transações Correntes .....	71
Gráfico 8 – Conta Capital e Financeira .....	72
Gráfico 9 – Variação do PIB .....	73
Gráfico 10 – IGP-DI: 1995 - 1998.....	74

### TABELAS

Tabela 1 – Indicadores Macroeconômicos: 1955 - 1985.....	38
Tabela 2 – Indicadores Macroeconômicos: 1985 - 1994.....	52
Tabela 3 – Indicadores Fiscais.....	62
Tabela 4 – Índices de Preço.....	75

## INTRODUÇÃO

O Brasil sofreu com desequilíbrios econômicos diversos ao longo da História e certamente um dos problemas mais intensos que se pode destacar é a crise inflacionária aguda e crônica que o país viveu no último quarto do século XX. Longe de ser um problema resultante de severas guerras e outros eventos que deflagram sequelas econômicas, o problema inflacionário no Brasil se desenvolve continuamente a partir dos desequilíbrios inerentes à economia nacional, no decorrer do seu processo de desenvolvimento.

Desde a década de 1950 verificavam-se pressões inflacionárias emergentes, tanto de demanda quanto de oferta. Porém, a visão convencional que guiava os governantes da época tinha como prioridade o crescimento econômico, e enxergava a inflação como resultado de desequilíbrios econômicos encontrados tipicamente em países em processo de desenvolvimento. Era algo que teria que se aprender a conviver em nome do crescimento e desenvolvimento da economia nacional.

O processo inflacionário se desenrola e aprofunda ao longo das décadas seguintes, ganhando contornos próprios e característicos que o tornaram único entre as conhecidas crises inflacionárias mundiais. A prática da indexação, que permitia a correção de preços repondo a inflação passada, é instaurada no país em meados dos anos 1960 e se desenvolve em paralelo a ampliação da capacidade produtiva nacional.

A trajetória inflacionária também sofre influências externas, como os dois choques do petróleo dos anos 1970 e o choque de juros no início dos anos 1980. Estes choques de custos, aliados a estratégias de ajustes recessivos fracassados e a disseminação da indexação pela economia, impactaram de forma contundente a inflação, que chega a um quadro de total descontrole nos anos 1980. Surge o debate em torno do caráter inercial da inflação, que repercutia a inflação passada para o presente, através dos mecanismos de indexação, e se mostrava insensível a políticas restritivas. Os desequilíbrios se estendiam também ao setor público e ao setor externo, com dinâmicas explosivas das contas fiscais e nos passivos externos.

A superação de tal situação se dá de forma errática, descontínua e conturbada. Alguns planos de estabilização, baseados em congelamento de preços, tentaram lidar com a inércia

inflacionária no final dos anos 1980, porém sem grande sucesso. A situação externa se encontrava cada vez pior, com o país decretando moratória no ano de 1987.

O Plano Real lidou de forma diferente com o componente inercial da inflação, conseguindo dismantelar boa parte dos mecanismos de indexação presentes na economia. O processo de desindexação era, todavia, apenas parte do processo de estabilização. Desta forma, restava à incerteza acerca da âncora nominal que seria adotada para garantir a estabilidade dos preços. Após longos e crônicos processos inflacionários, os agentes econômicos perdem seu referencial de formação de preços e de reajustes de rendimentos. O uso de uma âncora nominal que contribua para coordenar as expectativas e a formação de preços se faz essencial para manter constante o valor da moeda.

O objetivo deste trabalho então é analisar as âncoras nominais do Plano Real. O saneamento das contas públicas visava criar uma espécie de *âncora fiscal*, de forma a dar credibilidade a estabilização. A âncora monetária foi a tentativa de impor um mecanismo que limitasse a emissão desenfreada de moeda, enquanto a âncora cambial se mostrou a opção mais fundamentada para a situação. No primeiro capítulo serão analisadas, de maneira ampla, as principais âncoras nominais: âncora cambial, monetária e o regime de metas de inflação. Serão destacadas suas principais vantagens e desvantagens, bem como suas condicionantes e fatores decisivos para seu sucesso. O segundo capítulo faz um breve histórico do processo inflacionário brasileiro e da dinâmica da dívida externa a partir dos anos 1950, dando ênfase a acontecimentos que influenciaram o agravamento das situações. O terceiro capítulo analisa historicamente o Plano Real, englobando sua formação, o desenvolvimento de suas etapas e âncoras, bem como o período da âncora cambial, que dura até 1999.



## **CAPÍTULO I – ÂNCORAS NOMINAIS E REGIMES MONETÁRIOS**

### **I.1 – Introdução.**

As âncoras nominais são de extrema importância para programas de estabilização de preços, pois influenciam as expectativas e coordenam as ações dos agentes econômicos. O presente capítulo analisará, de maneira abrangente, o conceito de âncora nominal, a razão de sua importância e suas principais características. Serão abordadas as três principais âncoras: cambial, monetária e as metas de inflação.

### **I.2 – Âncora Nominal e Regime Monetário.**

A grande maioria dos programas de estabilização são acompanhados da adoção de uma âncora nominal para auxiliar na missão de controle de preços. Segundo Carvalho (1993), o conceito de âncora parte do pressuposto de que os agentes conseguem determinar, em condições adequadas, os preços relativos de equilíbrio de uma economia. Em economias de mercado, esses valores relativos são estabelecidos em uma unidade comum, a moeda. Porém, em situações de hiperinflação ou mesmo em inflações crônicas e altas, a moeda começa a perder suas funções - primeiro a de reserva de valor, depois de meio de troca e finalmente, mas nem sempre, de unidade de conta - e perde-se também a referência estável através da qual o equilíbrio dos preços relativos era expresso. Em particular, Carvalho afirma que:

“A imagem de âncora é uma referência à suposição de que este sistema de preços relativos, por si mesmo, estará à deriva no mundo monetário até que seja fixada uma grandeza monetária à qual se atracarão todas as outras grandezas de modo a preservar suas proporções de equilíbrio. [...] A âncora nada mais é, assim, que o *valor de referência* para os cálculos de preços de mercado dos diversos bens e serviços.” (CARVALHO 1993, pág. 112, grifo do original).

Para que um determinado valor sirva de âncora, é necessário que seu valor seja relativamente estável e que os agentes o reconheçam como um valor estratégico. Novamente, em situações inflacionárias extremas, a moeda não é estável e os agentes não mais reconhecem o seu valor estratégico, fazendo com que a moeda deixe de ser uma âncora. Como ressaltado pelo autor:

“Sob inflação, os agentes tentam fazer seus cálculos não em termos de uma unidade comum, a moeda, mas em termos de unidades particulares, [...] cestas de bens que reflitam seus objetivos [...] os agentes buscam âncoras *reais* para os seus cálculos, refletidas na generalização de indexadores, formais e informais, que servem como base de cálculo alternativa à moeda” (CARVALHO 1993, pág. 117, grifo do original).

Para reestabelecer a confiança na moeda ou criar confiança em um novo padrão monetário, é preciso encontrar uma âncora que sirva de referência coletiva, norteando a tomada de decisões por parte dos agentes e coordenando suas expectativas. Verifica-se a importância de uma âncora nominal que alinhe as expectativas para o combate à inflação, reestabelecendo a confiança na moeda. Mishkin (1999) realça que uma âncora nominal possibilita a determinação do nível de preços de forma única, crucial para alcançar a estabilidade (MISHKIN 1999, pág. 1).

Âncoras duradouras são aquelas que permitem a reconstrução do sistema de contratos, ou seja, que forneçam uma referência estável, em termos nominais, para os contratos (CARVALHO 1993, pág. 122). Para isso, é necessário recriar uma unidade de conta confiável ou retomar a confiança na moeda permitindo aos agentes fazer os cálculos de preços relativos. Além disso, é necessário manter esta unidade de conta estável, através de um regime monetário sólido e dotado de credibilidade. “Adotar uma âncora nominal consiste em optar pela *fixação* do valor de uma variável-chave nominal como elemento central da política monetária.” (MODENESI 2005, Introdução, grifo do original).

A ideia de âncora nominal está assim diretamente ligada à adoção de algum regime monetário, criando uma regra para a condução da política monetária. Ao assegurar uma maior disciplina na condução da política monetária a regra confere maior credibilidade à política adotada, uma vez que ela é conduzida de forma previsível. A autoridade monetária é pautada pelo comprometimento de manter a economia ancorada, visando o equilíbrio sustentável dos preços. Com isso, perdem-se graus de autonomia na condução da política monetária, pois o regime monetário passa a ditar a forma de controle e administração da moeda<sup>1</sup>. Nas palavras de Mishkin: “[...] *a nominal anchor can be thought of more broadly as a constraint on*

---

<sup>1</sup> A política monetária também pode ser pautada pelo discricionarismo ou ativismo, que consiste na livre utilização dos instrumentos de que dispõe a autoridade monetária. Nesse sentido monetário, a política monetária é pautada pelo estado corrente da economia, e geralmente as autoridades tentam explorar o chamado viés inflacionário, ao iludir os agentes, reduzindo temporariamente o desemprego mas aumentando a inflação.

*discretionary policy that helps weaken the time-inconsistency problem [...]*” (MISHKIN 1999, pág. 1).

Segundo Modenesi (2005), uma âncora desempenha duas funções fundamentais para a manutenção da estabilidade de preços: coordenar as expectativas inflacionárias e balizar a formação de preços por parte dos agentes. Desta forma, a adoção de uma âncora contribui diretamente para a promoção da estabilidade de preços.

Não existindo tal mecanismo coordenador, as expectativas tornam-se mais voláteis, podendo comprometer os resultados da política monetária. Ou seja, a adoção de uma âncora colabora diretamente com o controle dos preços. Segundo Bernanke et al.:

“Na ausência de uma âncora nominal, mudanças nas expectativas de inflação podem ser induzidas por uma série de fatores, dificultando enormemente a gestão macroeconômica e tornando-a pouco previsível. Assim, a condução da política monetária é claramente mais eficiente quando há uma âncora nominal firmemente estabelecida; e, quanto mais bem compreendida pelo público a âncora for, melhor.” (MODENESI 2005 apud BERNANKE et. Al. 1999).

Além disso, a regra funciona como uma tecnologia de comprometimento que evita o viés inflacionário da autoridade monetária. Com uma regra a política monetária não tem como ser gerida de maneira irresponsável, o que poderia resultar em pressões inflacionárias ou recrudescimento da inflação. Nas palavras de Garcia: “A âncora é importante para garantir que a inflação não recrudescerá após a queda inicial.” (GARCIA 1994, pág. 1).

Como ressalta Bruno (1990), a utilização de uma âncora nominal é importante para a estabilização de preços, porém a causa fundamental do desequilíbrio que gera a inflação – ou nas contas públicas ou nas contas externas – deve ser também solucionada. Além disso, o governo deve mostrar claramente a vontade de abrir mão do uso discricionário da política monetária em prol da estabilização, agregando mais credibilidade à iniciativa (BRUNO 1990, pág. 20-1).

Uma vez que o desajuste das contas públicas pode ser uma possível causa de inflação, imaginar uma âncora que tenha como fundamento justamente as contas do governo acaba se tornando inevitável. Assim, é possível haver uma *âncora fiscal*, onde as contas públicas equilibradas auxiliem, em alguma medida, as expectativas inflacionárias dos agentes. Além do mais, a condução da política fiscal de forma austera pode minimizar possíveis pressões

inflacionárias de demanda, o que indicaria um maior comprometimento das autoridades com a estabilização, gerando maior credibilidade ao programa.

Segundo Modenesi (2005), existem três regimes monetários mais usuais, o que implica a existência de diferentes âncoras nominais. O regime de metas cambiais, onde uma determinada taxa de câmbio é perseguida como meta, servindo então de âncora. O regime de metas monetárias, criando uma âncora monetária, onde o Banco Central (Bacen) define valores para o estoque monetário. E o regime de metas de inflação, onde a autoridade monetária persegue uma taxa de variação dos preços preestabelecida.

Gould (1999) defende a ideia de que a escolha por uma âncora é determinada de forma endógena a economia, devido às condições presentes no momento da estabilização, levando em conta o histórico inflacionário, o nível de reservas internacionais, o grau de abertura da economia, bem como o nível de atividade (GOULD 1999, pág. 12-3). Mishkin (1999) defende ideia parecida, ao afirmar que a estratégia que dará melhor resultado em um país depende de fatores políticos, culturais e econômicos, além da história (MISHKIN 1999, pág. 1).

Obviamente cada regime monetário possui suas vantagens e desvantagens, porém todos tem a característica comum de atrelar a condução da política monetária a uma regra, ancorando de alguma maneira a economia. A escolha de uma âncora, logo de um regime monetário, é um aspecto essencial para o sucesso de qualquer plano de estabilização, uma vez que escolhida a âncora não é recomendável mudar de ideia no meio do caminho. A questão da credibilidade é crucial para o sucesso da estabilização (LIMA 1993, pág. 3-4).

### **I.3 - Regime de Metas Cambiais.**

De acordo com Modenesi (2005), o regime monetário de metas cambiais pode apresentar quatro formas: fixação do valor da moeda doméstica em relação a uma *commoditie*, como ouro; fixação do valor da moeda doméstica em relação à moeda de um país com histórico de inflação reduzida; algum tipo de regra que vincule, em algum grau, a evolução do valor da moeda nacional ao valor de uma moeda estável; e o caso extremo, onde ocorre a substituição da moeda nacional por uma historicamente estável, como a dolarização plena (MODENESI 2005, pág. 2).

A essência deste regime está no fato de que, em economias plenamente ancoradas ao câmbio, a oferta monetária torna-se uma variável endógena, determinada pelos resultados do balanço de pagamentos (BP), uma vez que o Bacen se compromete a manter a taxa de câmbio em algum nível através de intervenções no mercado cambial. Estas intervenções acabam por determinar uma estratégia de condução da política monetária.

De acordo com Lima (1993), essa seria a principal virtude de uma âncora externa, pois se atrela à política monetária ao saldo do BP, perdendo-se a capacidade de dita-la de forma discricionária (LIMA 1993, pág. 5). Um superávit no BP resultaria em expansão monetária, o contrário ocorrendo no caso de déficit.

Nas palavras de Modenesi:

“Ao se estabelecer uma âncora cambial, são perdidos graus de liberdade na condução da política monetária, que passa a ser definida (em algum patamar) em função do compromisso da autoridade monetária com relação à taxa de câmbio.” (MODENESI 2005, pág. 8).

A vinculação da moeda nacional à moeda âncora desempenha a função de coordenar as expectativas inflacionárias dos agentes e balizar a formação de preços. A coordenação surge devido à perda de autonomia da política monetária, que passa a ser previsível e de acordo com a regra adotada em relação ao câmbio.

Ainda segundo o autor, podem ser definidos dez sistemas cambiais, que variam de acordo com a flexibilidade de determinação do câmbio e seus reflexos sobre a rigidez da política monetária. Os mais flexíveis e que possibilitam uma política monetária discricionária são os de flutuação pura (ou limpa) e de flutuação suja. No extremo oposto estão os casos onde não há flexibilidade na determinação do câmbio, com a política monetária seguindo uma regra rígida, que são os sistemas de câmbio fixo e fixo ajustável, conselho de moeda (*currency board*) e dolarização plena. Entre esses dois opostos estão sistemas que conferem algum grau de flexibilidade ao câmbio e também a política monetária, que são: banda cambial rastejante, ou *crawling band*; banda cambial deslizante ou *sliding band*; banda cambial, ou *target zone*; e minidesvalorizações, ou *crawling peg* (MODENESI 2005, pág. 3).

Vale destacar que quanto mais rígida a determinação da taxa de câmbio, maior o grau de ancoragem da economia. Ou seja, quanto mais livre for a formação da taxa de câmbio,

menor o grau de ancoragem dos preços domésticos, e quanto mais rígida for esta determinação, maior a capacidade de servir de referência para a formação dos preços domésticos e das expectativas.

Percebe-se um *trade-off* entre a flexibilidade cambial e o nível de credibilidade do regime monetário. Quanto mais flexível à determinação do câmbio, mais livre é a política monetária, que pode então ser gerida de acordo com a vontade dos formuladores da política econômica. No lado oposto, se a rigidez prevalecer na determinação cambial, a política monetária fica mais amarrada e menos sujeita a ciclos políticos e ao viés inflacionário da autoridade monetária, que tem que agir de forma a manter a paridade cambial.

Lima (1993) destaca uma incompatibilidade entre a fixação de uma âncora externa com uma âncora monetária (que será vista a seguir): “[...] a política monetária teria que se acomodar ao objetivo cambial ou a política cambial teria que se acomodar às metas monetárias.” (Lima 1993, pág. 5). Isto evidencia a perda de graus de liberdade na condução da política monetária, que se amplia quanto mais rígida for a taxa de câmbio.

O autor ainda ressalta algumas condições necessárias para o sucesso de uma âncora cambial. Na área externa o anúncio de uma âncora cambial deve ser precedido de uma boa dose de liberalização financeira e do comércio exterior, de um grande acúmulo de reservas internacionais e de uma política cambial realista.

A abertura comercial deve ser feita de forma lenta e gradual, de forma a expor controladamente à economia nacional à concorrência estrangeira, sem implicar em grandes perdas aos produtores nacionais. A política cambial realista também tem a ver com esse ponto, de forma a não prejudicar a competitividade dos produtos exportáveis do país. Já a abertura financeira deve ser feita para possibilitar a entrada e saída de capitais externos destinados a financiar o BP e ampliar as reservas internacionais.

Porém, para que o regime monetário atrelado ao câmbio seja eficaz no combate a inflação é necessário que exista liberdade comercial e que o câmbio esteja sobrevalorizado. A combinação destes dois fatores tende a deslocar a demanda interna para produtos importados, que concorrendo a preços mais competitivos com a produção nacional, tendem a forçar os preços para baixo.

Como destaca Franco (1998), primeiramente ocorre uma pressão baixista nos preços dos bens comercializáveis com o exterior (*tradables*), que em um período seguinte se estenderá aos bens não comercializáveis (*non-tradables*). Esse fenômeno se reflete na diferença de comportamento entre os índices de preço por atacado (IPA) e índice de preços ao consumidor (IPC), uma vez que os bens *tradables* tem maior peso na composição do IPAs. Sendo assim, o IPA apresenta variação menor que o IPC, tendendo a convergir em um momento posterior. Este é um fato estilizado de programas de estabilização baseados em âncoras cambiais.

As reservas internacionais, por sua vez, são necessárias para dar maior credibilidade à âncora, principalmente se prevalece a descrença com o governo após um período de inflação alta (GOULD 1999, pág. 7). É necessário que os especuladores dos mercados financeiros sintam que o governo tem poder de fogo suficiente para sustentar a paridade cambial em caso de ataque especulativo. Além disso, é importante haver uma margem suficientemente confortável para o caso de haver déficits na balança comercial ou mesmo fuga de capitais para o exterior.

O autor destaca ainda a necessidade de um ajuste fiscal prévio no front interno (LIMA 1993, pág. 10). Esse ajuste seria necessário para evitar pressões adicionais de demanda e para permitir a esterilização da moeda criada a partir do superávit comercial sem a elevação da taxa de juros, com seus efeitos perversos sobre a dinâmica econômica interna. Cabe ressaltar que o ajuste fiscal é necessário para evitar inconsistência dinâmica de políticas econômicas, que podem levar a ataques especulativos contra a âncora cambial<sup>2</sup>. O ajuste fiscal mostra comprometimento do governo com a estratégia da âncora cambial, o que tem por objetivo passar credibilidade do plano para os agentes econômicos.

Entre as vantagens associadas ao regime de metas cambiais, podem se destacar: a subordinação da inflação dos bens transacionáveis (IPA) à inflação externa, contribuindo para controle dos preços internos; a coordenação das expectativas inflacionárias, que se balizam pela inflação do país âncora; o regime funciona como uma tecnologia de comprometimento,

---

<sup>2</sup> A inconsistência dinâmica decorre de uma ação de política econômica tomada no presente que não condiz com um objetivo de mais longo prazo, inclusive dificultando sua realização.

evitando o viés inflacionário da autoridade monetária; e é de fácil compreensão pelo público, reforçando a coordenação de expectativas (MISHKIN 1999, pág. 3).

Gould (1999) sustenta ainda que a estabilidade do valor da moeda, decorrente da âncora cambial, tende a melhorar o desempenho econômico no curto prazo. Porém, há um dilema intertemporal decorrente desta âncora, pois pode levar a recessão em um prazo maior de tempo.

Bruno (1990) enumera alguns argumentos a favor da utilização de uma âncora cambial: grandes hiperinflações da história terminaram com a fixação do câmbio; em economias pequenas e abertas, exige menos sacrifício de produto e emprego; funcionam bem quando o distúrbio advém do lado monetário; o plano ganha credibilidade quando atrelado a uma moeda forte; e a inflação dos bens comercializáveis vira um bom sinalizador para os demais preços (BRUNO 1990, pág. 20-22).

Mishkin (1999) descreve as seguintes desvantagens associadas a esse regime: perda de autonomia da política monetária; impossibilidade do Bacen exercer sua função de prestador de última instância, já que perde sua capacidade de emitir moeda; choques no país âncora provavelmente serão transmitidos para a economia doméstica, devido à correlação entre as taxas de juros; e ocorre um aumento da vulnerabilidade externa, refletida nas maiores possibilidades de ataques especulativos contra a moeda doméstica. O autor também menciona que para economias muito grandes ou que não possuem um país mais evidente ao qual atrelar a moeda, a escolha pela âncora cambial pode não ser a melhor opção (MISHKIN 1999, pág. 4-10).

Ele adverte ainda que quando adotado por economias emergentes a âncora cambial pode ser ainda mais problemática. Pode gerar instabilidade financeira, com possíveis consequências sobre o sistema financeiro e podendo desencadear uma crise, que certamente atingiria a atividade real. A eventual ocorrência de um ataque especulativo pode ainda determinar a volta da inflação.

Para Svensson (1993) o regime de metas cambiais deve ser visto como um complemento, e não como substituto, para a credibilidade da política monetária, que deve ser conquistada internamente através de uma política fiscal austera (ideia próxima a *âncora*



*fiscal*). Ele destaca que o regime contribui para a estabilidade de preços no curto prazo, porém se mostra pouco eficaz no longo prazo, devido a dois fatos: lento funcionamento do mecanismo de ajuste automático e dificuldade de se manter a paridade cambial.

O mecanismo de ajuste automático diz respeito ao ajustamento da taxa de câmbio real, dada às taxas de inflação dos dois países, ao saldo do BP. O resultado do BP, por sua vez, resultará em contração ou expansão monetária, que impactará os juros e a demanda agregada, que influenciará os preços.

É comum em processos de estabilização baseados em âncora cambial ocorrer uma apreciação da taxa de câmbio real, dado que a inflação do país ancorado tende a se manter acima da inflação do país âncora por algum tempo. Essa apreciação tem, invariavelmente, impactos sobre a balança comercial e o saldo do BP, que podem minar a própria âncora cambial e o processo de estabilização. (HERMANN 1999).

Por sua vez, a dificuldade de se manter uma paridade cambial, ou uma relação estável entre a moeda interna e a externa, se deve a facilidade da movimentação de capitais em um mundo cada vez mais integrado e sem barreiras. Neste contexto de liberdade de fluxos, a defesa contra ataques especulativos pode se tornar muito onerosa, aumentando a vulnerabilidade do regime. Estes motivos reforçam a tese de que é complicada a manutenção de um regime cambial no longo prazo. (HERMANN 1999).

Conclui-se então que a âncora cambial pode ser usada como um mecanismo de estabilização numa primeira fase, verificando a necessidade de ser trocada por outro mecanismo de comprometimento monetário posteriormente. Nas palavras de Modenesi: “[...] o regime monetário de metas cambiais deve ser utilizado apenas como **primeiro estágio** na obtenção da estabilidade de preços, mas não como estratégia permanente de condução da política monetária.” (MODENESI 2005, pág. 26, negrito do original).

#### **I.4 - Regime de Metas Monetárias.**

O regime de metas monetárias é inspirado na tradição monetarista do pensamento econômico, que qualifica a inflação como um fenômeno meramente monetário. Esta escola de pensamento se guia, sobretudo, pela Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), que postula a

neutralidade da moeda no longo prazo, não afetando variáveis reais da economia. O principal expoente dessa escola de pensamento é Milton Friedman, defensor árduo da âncora monetária, que foi bastante popular nos anos 1970-80.

A inflação é vista como resultado da expansão dos meios de pagamento acima do crescimento do PIB. Considerando válida a *dicotomia clássica* – variáveis reais afetam variáveis reais e nominais as nominais – e dado que a velocidade de circulação da moeda é constante no curto prazo, a taxa de expansão do estoque monetário superior à taxa de crescimento do PIB impactaria somente os preços, sem impactar o produto. Garcia ressalta que “não existem grandes inflações sem as correspondentes grandes expansões monetárias” (GARCIA 1994, pág. 1).

Sendo assim, o regime de metas monetárias propõe a definição de uma regra para o comportamento dos agregados monetários visando alcançar a estabilidade de preços, refletindo a crença monetarista de que a melhor forma de condução da política monetária é através de uma regra, ao invés da discricionariedade. Mais especificamente, segundo Modenesi: “a estabilidade de preços é obtida se, e somente se, a oferta monetária se expandir à mesma taxa que o produto real.” (MODENESI 2005, pág. 89).

O regime supõe três pontos básicos: o anúncio de uma meta para algum agregado monetário, servindo de âncora para as expectativas inflacionárias; a disponibilidade de informações confiáveis quanto ao comportamento dos agregados a serem controlados; e a existência de mecanismos de acompanhamento de resultados da política monetária (*accountability*) por parte dos agentes, de forma a evitar desvios sistemáticos da meta proposta (MISHKIN e SAVASTANO 2000, pág. 21).

As vantagens deste regime monetário são destacadas por Mishkin (1999). A principal delas é de que o Bacen possui maior liberdade para determinar suas metas de expansão dos preços, podendo assim lidar de maneira mais autônoma com dificuldades na economia doméstica, como flutuações do produto ou choques externos. Assim como no regime de meta cambial, o de metas monetárias permite um acompanhamento, por parte do público em geral, das ações do Bacen em relação à meta estipulada. As metas monetárias podem ser divulgadas acompanhadas de forma simples e rápida. Outra vantagem destacada é a de que a variável chave a ser controlada, algum agregado monetário, é de mais fácil acompanhamento pelo

Bacen, tornando possíveis correções mais rápidas e tranquilas de serem feitas (MISHKIN 1999, pág. 12).

Mas, como continua o autor, as vantagens citadas dependem de duas importantes condicionantes, que acabam sendo as desvantagens do regime: a relação entre a variável que se tem por objetivo, no caso os preços, tem que ser relativamente estável com os agregados monetários; e o Bacen tem que ter controle pleno sobre o agregado monetário usado como parâmetro.

Se a relação entre a variável que se deseja atingir como meta, o nível de preços, e a variável chave de controle não é estável, o controle sobre os agregados monetários não surtirá efeito sobre os preços, mesmo que atinja as metas estabelecidas. Mais do que isso, o agregado monetário não servirá mais de âncora para os agentes, pois não indicará com precisão os rumos da política monetária. Em termos da TQM, se a velocidade de circulação da moeda não for estável, ou melhor, previsível, a relação entre estoque monetário e preços também não será.

A questão de controle sobre o agregado monetário remete a sinalização das intenções do Bacen e ao acompanhamento do público das metas estabelecidas. Caso o Banco Central não tenha o controle eficiente da variável, pode passar sinais não muito claros e prejudicar a formação de expectativa por parte dos agentes. O agregado que deve ser escolhido para se estabelecer metas deve possuir velocidade de circulação estável e o Bacen deve ter capacidade de controlá-lo. Todavia, como destaca Modenesi (2005), existe um *trade-off* entre o grau de controle por parte do Banco Central e a estabilidade da velocidade de circulação: quanto maior o grau de controle, menor a estabilidade da velocidade. Assim, a autoridade monetária tem poder sobre a base monetária, porém o controle sobre os demais agregados é limitado, mas pode ser influenciado por medidas que alterem os parâmetros do multiplicador monetário (MODENESI 2005, pág. 92).

Segundo Mishkin (1999), estas duas condicionantes são a razão pela qual até mesmo os bancos centrais mais rígidos não defendem o cumprimento exato das metas, aceitando oscilações para cima e para baixo (MISHKIN 1999, pág. 13).

O autor também discorre sobre a adoção deste sistema em alguns países ao longo da década de 1970-80. O regime não teve sucesso no combate à inflação na maioria dos países, devido, sobretudo a instabilidade da velocidade de circulação da moeda e da falta de comprometimento das autoridades com as metas. Porém, na Suíça e na Alemanha o regime foi bem sucedido, devido a dois motivos: a manutenção do regime por um longo período, apesar de não cumprir a meta em alguns anos; e a capacidade de comunicação estabelecida entre o público e os bancos centrais, bem como a transparência e a flexibilidade na condução das políticas.

Gould (1999) ressalta que a escolha por uma âncora monetária pode ser determinada pela situação econômica do país antes da estabilização. Caso a economia tenha passado por um período de instabilidade provavelmente o país não terá reservas internacionais suficientes para adotar uma âncora cambial, restando a monetária como melhor opção. Além disso, ele conclui que a taxa de crescimento de curto prazo do país que adota a meta monetária é menor do que em países que adotam uma âncora cambial.

### **I.5 - Regime de Metas de Inflação.**

O regime de metas de inflação é caracterizado pela ênfase dada à estabilidade de preços e, por isso, pode ser considerado um desdobramento da tese da Independência do Banco Central (MODENESI 2005, pág. 188). Apesar dos diferentes modelos de Bacen independente, a ideia central é a de que o principal objetivo a ser perseguido pela autoridade monetária é o de estabilidade de preços. Cabe ressaltar que a independência do Bacen não é exclusivamente para perseguir seu objetivo, mas também de possuir liberdade para utilizar da forma que achar necessário os instrumentos de política monetária.

Em linhas gerais, segundo Mishkin e Savastano (2000), o regime de metas de inflação consiste em uma estratégia para a política monetária baseada em alguns elementos: o anúncio público de uma meta numérica de inflação de médio prazo; compromisso institucional, por parte da autoridade monetária, com a busca de estabilidade de preços no longo prazo, a qual outros objetivos estão subordinados; uma estratégia que envolva a utilização de todas as informações disponíveis sobre as diversas variáveis econômicas para tomar decisões sobre a política monetária; transparência na condução da política monetária, prezando pela comunicação clara e constante com o mercado, de forma a relatar os objetivos, planos e

racionalidade por trás das ações; facilitar os mecanismos de monitoramento das metas estabelecidas (*accountability*), através da disponibilização de relatórios frequentes e expositivos (MISHKIN e SAVASTANO 2000, pág. 32).

Mishkin (1999) destaca ainda que as metas de inflação são muito mais do que o simples anúncio da meta a ser perseguida, uma vez que todos os elementos supracitados devem estar em harmonia para o bom funcionamento do sistema, além do que a meta deve ser condizente com os fundamentos macroeconômicos, de forma a ser crível. Modenesi (2005, pág. 190) destaca ainda a aceitação da neutralidade da moeda no longo prazo, em linha com a tradição monetarista.

A ênfase na estabilidade de preços preconizada pelo regime se deve a um suposto consenso contra o uso discricionário da política monetária, baseado em três argumentos: a presença de defasagens na condução da política monetária; a negação da existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo; e problema de inconsistência temporal, que consiste nos incentivos que o *policymaker* teria em buscar metas de curto prazo, como redução do desemprego ou aumento da produção, sem levar em conta os seus efeitos perversos de longo prazo (MODENESI 2005, pág. 191).

A percepção de que o uso discricionário da política monetária é danoso advém dos efeitos negativos que a inflação impõe a atividade econômica, a saber: superdimensionamento da setor financeiro; maior vulnerabilidade a crises financeiras; deterioração do sistema de impostos; efeitos distributivos perversos; mau funcionamento do sistema de preços, não propiciando a alocação eficiente de recursos, o que acaba impactando os investimentos e o crescimento econômico.

Dessa maneira, as metas de inflação funcionam como uma âncora nominal para nortear as expectativas inflacionárias dos agentes. Contando que a autoridade monetária possua credibilidade suficiente e que a meta anunciada seja crível, os agentes passam a usar a previsão de inflação para guiar seus reajustes e se reduz a incerteza na economia, permitindo o melhor funcionamento dos mercados. Assim, a meta de inflação funciona como âncora para as expectativas e para a formação de preços.

Bernanke e Mishkin (1997) e Mishkin (1999) defendem o ponto de que o regime de metas de inflação não segue uma regra rígida, contando com flexibilidade de instrumentos para alcançar a meta, que por sua vez, não é de curto prazo, mas sim de médio e longo prazo. Ressaltam ainda que a autoridade monetária usa todas as informações disponíveis sobre diversas variáveis, com um olhar sobre suas prováveis trajetórias, possibilitando assim acomodar possíveis choques que incidam sobre a economia.

A flexibilidade do regime de metas de inflação seria sua grande vantagem, ao possibilitar a acomodação de flutuações imprevistas. A existência de cláusulas de escape permite desvios das metas estabelecidas em caso de choques na economia. Pode-se usar de algum discricionarismo na condução da política monetária sem comprometer a credibilidade da autoridade.

Outras vantagens associadas ao regime são: não depende da velocidade de circulação da moeda se manter estável ou previsível; torna a condução da política monetária transparente e de fácil entendimento pelo público, facilitando o monitoramento (*accountability*); e uma das mais importantes, diminui as pressões políticas por uso discricionário da política monetária, de forma a explorar a inconsistência temporal ou o viés inflacionário da autoridade monetária, ao se fixar metas de médio/longo prazo para os preços.

Já as desvantagens apontadas pelos críticos são: pode aumentar a instabilidade e reduzir o crescimento econômico; as dificuldades de previsão da inflação e na definição da meta podem comprometer os resultados da política monetária; o Bacen não controla a inflação diretamente; não causa dominância fiscal; e a flexibilidade cambial exigida pelo regime pode levar a crises financeiras.

Quanto ao problema relacionado ao crescimento, parece não haver muito consenso a favor dessas hipóteses, cuja comprovação empírica é problemática (MODENESI 2005, pág. 196). Já o baixo grau de previsibilidade da inflação pode ser um problema sério, pois fica difícil julgar a aderência do Bacen a sua meta, comprometendo assim o acompanhamento por parte dos agentes, e a credibilidade do regime. O fato do Bacen não controlar diretamente a inflação também põe em xeque a credibilidade do regime, uma vez que pode ser usado como desculpa pelo desvio da meta estabelecida.

O regime em si não garante a condução da política fiscal de forma austera, mas para que se obtenha sucesso no controle inflacionário é necessária à boa condução da política fiscal. Já a flexibilidade cambial, em um contexto de livre mobilidade de capitais, pode tornar o câmbio extremamente volátil, causando instabilidade financeira.

O regime de metas de inflação é hoje amplamente usado ao redor do mundo, obtendo sucesso em manter a estabilidade de preços na maioria dos países em que é usado. Na prática, a autoridade monetária anuncia uma meta numérica para o índice de inflação de referência que será perseguida ao longo de um período. Em alguns países, essa meta é um valor exato, enquanto em outros existe um limite superior e um inferior dentre o qual a inflação pode oscilar. Uma vez definida a meta a ser perseguida, a autoridade monetária usa seus instrumentos, principalmente a taxa básica de juros da economia, de maneira a calibrar os desequilíbrios existentes e tentar fazer a inflação convergir para a meta. A fórmula de Taylor é muito usada pelos formuladores de política para guiar suas decisões. Sinteticamente, se o desvio do produto em relação ao potencial é positivo, ou se a inflação excede a meta estipulada, se elevam os juros. Por outro lado, se o produto se encontra abaixo do potencial, ou se a inflação está menor que a esperada, os juros devem cair.

## CAPITULO II – HISTÓRICO INFLACIONÁRIO

### II.1 – Introdução.

A década de 1980 no Brasil ganhou a alcunha de *década perdida*, devido às dificuldades macroeconômicas e todos os efeitos negativos causados ao país no decorrer destes anos. Pode-se, inclusive, estender esta década até o ano de 1994, pois os primeiros anos de 1990 apresentaram algumas das características negativas do decênio anterior.

O país enfrentou anos de baixo crescimento, alguns dos quais marcados pela retração do produto, conviveu com taxas de inflação crescentes e em trajetória explosiva, que penalizaram, sobretudo, as camadas sociais mais baixas (ver Tabela 1, pág.). Além disso, o país afundou em dificuldades para tentar gerar divisas e arcar com suas obrigações externas em um contexto internacional de ebulição, o que acabou culminando na declaração da moratória da dívida externa em 1987. Outro problema da década foi a crise enfrentada pelo Estado brasileiro que, apesar das tentativas de redução do déficit via esforço fiscal, não obtinha resultados significativos, devido à inflação, as correções monetárias e cambiais sucessivas, aos juros altos e as operações de esterilização do capital externo.

Porém, para entender este contexto conturbado e o que levou a estes problemas, é necessário voltar no tempo e analisar algumas opções e estratégias de condução da política econômica em períodos anteriores. Ao realizar este exercício retrospectivo, será possível compreender melhor como se chegou ao cenário de deterioração econômica e social que assolou o país ao longo da década.

Apesar do contexto que envolvia a sociedade, com os anos finais do governo militar - caracterizado pelo lento reestabelecimento de práticas democráticas, o descontrole na estrutura de preços e o quadro de ajuste recessivo imposto pelo cenário externo e interno - este período foi bastante fértil para debates acadêmicos e busca de soluções para enfrentar o quadro que se apresentava.

Neste ambiente adverso surgiu uma nova visão acerca da natureza do processo inflacionário brasileiro - que se mostrava indiferente às políticas tradicionais de combate a



inflação que vinham sendo usadas - e de como fazer para acabar com o problema. O debate que termina com a tese da inflação inercial data deste período e revolucionou o combate ao problema, ao encontrar uma maneira particular de lidar com uma questão então característica do Brasil, como bem destacado nas palavras de Franco (1995):

“[...] basta notar que a experiência brasileira tem diversas singularidades que não convém perder de vista: em nenhum outro episódio conhecido de inflação muito elevada tratava-se de país onde tivessem sido tão grandes a extensão dos mecanismos formais e informais de indexação e o grau de sofisticação do sistema financeiro [...] Tudo isso tornou única a experiência de degradação da moeda brasileira...” (FRANCO, 1995, pg. 30-31).

Neste capítulo será feita uma análise retrospectiva que engloba o período de 1950 até a década de 1980, dando ênfase ao desenvolvimento do processo inflacionário e às políticas econômicas que visaram, sem muito sucesso, solucionar o problema. Verifica-se, ao longo do período, uma convivência cada vez maior com a inflação, quase sempre subjugada ao objetivo principal de crescimento econômico, e medidas paliativas que possibilitaram o desenvolvimento da atividade econômica mesmo com altas taxas de inflação, como a prática generalizada da indexação de preços e correção monetária. Também serão destacados acontecimentos que influenciaram a dinâmica da dívida externa, outro fator desestabilizador dos anos 1980 e que, como a inflação, somente foram resolvidos nos anos 1990.

Na segunda seção será exposto o debate sobre a inflação no país e as principais propostas que surgiram para tentar solucionar o problema, a saber, o Choque Heterodoxo e a proposta da Moeda Indexada.

## **II.2 - Breve Histórico do Processo Inflacionário: 1955-1985.**

Após a Segunda Guerra Mundial, o Brasil passou por um período de inflação relativamente estável, e se não baixa para os padrões atuais, controlada para os padrões da época. Ao tomar posse, Juscelino Kubitschek (JK) encontrou a inflação na casa dos 12%.

JK ganhou às eleições com um discurso desenvolvimentista, onde ressaltava que o país estava “atravessando uma fase de transição, entre um passado agrário e um futuro industrial e urbano” (VILLELA 2011, pág. 27). Através do Plano de Metas, um ousado conjunto de pesados investimentos que visava alterar a estrutura produtiva do país, viveu-se a

época áurea do desenvolvimentismo, baseado no modelo de industrialização por substituição de importações.

O referido modelo tinha como principal via de atuação mecanismos cambiais e tarifários que visavam promover a substituição de produtos importados pela produção local, incentivando o aprofundamento do processo de industrialização. Cabe ressaltar também o papel central exercido pelo Estado na condução desse processo, liderando a iniciativa. Este modelo de industrialização no Brasil dura até o início dos anos 1980, quando foi finalmente completo pelo II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND).

Neste contexto, a ação governamental, que já havia começado no segundo governo Vargas (1951-1954), ganha imenso fôlego com o Plano de Metas de JK. Vale ressaltar, porém, que “[...] o principal mecanismo de financiamento do Programa de Metas foi a inflação, resultante da expansão monetária que financiava o gasto público e do aumento do crédito, que viabilizava os investimentos privados.” (VILLELA 2011, pág. 37).

Estando as políticas monetária e fiscal submetidas ao Plano de Metas, o uso do financiamento inflacionário para atender o desenvolvimento industrial resultou em forte elevação do Índice Geral de Preços (IGP) entre 1957 e 1958, saltando de 7% para 24,4% (Gráfico 1 e Tabela 1). Coube então ao ministro da Fazenda, Lucas Lopes, e ao presidente do BNDE, Roberto Campos, elaborarem o Plano de Estabilização Monetária (PEM) para tentar controlar os preços.

A estratégia do PEM seria uma estabilização monetária gradual, em oposição ao tratamento de choque exigido pelo FMI para dar aval a um empréstimo externo. Porém, o plano que buscava conter a inflação enfrentou fortes resistências no Congresso e de setores mais desenvolvimentistas ligados ao poder. Juscelino, ao ter que decidir entre crescer e estabilizar, optou pelo primeiro (VILLELA 2011, pág. 39).

A economia cresceu a altas taxas durante o governo JK, cerca de 8,1% ao ano em média entre 1956 e 1960. O setor produtivo mudou estruturalmente, com a indústria ganhando participação no produto, e se desenvolveu. Todavia, além da inflação consideravelmente mais alta, na casa de 30,5% em 1960, JK também deixou para seu sucessor outros problemas, como uma dívida externa líquida 50% maior, chegando a US\$ 3,4 bilhões (Gráfico 2 e Tabela 1)

(2,7 vezes as exportações totais em 1960), e um déficit do governo federal em torno de um terço das receitas totais da União.

“A dificuldade histórica de se montar coalizões anti-inflacionárias [...] conjunto de interesse políticos, empresariais e sindicais que se traduzisse em respaldo para medidas de estabilização [...] foi driblada por JK através do crescimento econômico acelerado...” (VILLELA 2011, pg. 45). A noção de coalizão inflacionária evidencia desde já o caráter não neutro do ponto de vista distributivo da inflação, ao unir em torno de uma mesma causa setores sociais com demandas diferentes. Driblar a inflação com o crescimento se tornou uma máxima dos governos seguintes.

O sucessor de Juscelino na presidência foi Jânio Quadros, que durante a campanha prometera eliminar a inflação e a corrupção. Sem um programa de governo muito claro, Jânio toma algumas medidas de cunho ortodoxo que incluíam: uma forte desvalorização cambial e a unificação do mercado de câmbio através da Instrução 204 da Sumoc; a contenção dos gastos públicos; e a redução dos subsídios ainda concedidos às importações de petróleo e trigo (a primeira leva de redução fora imposta por JK durante o PEM). Também se consegue um reescalonamento da dívida externa de curto prazo, mediante uma nova rodada de empréstimos externos.

Todavia, Jânio renúncia à presidência ainda no primeiro ano de mandato. Seu vice, João Goulart (Jango), toma posse após um período conturbado de regime parlamentarista.

O desempenho econômico de 1961 foi positivo, apesar do desgaste político, com o PIB crescendo 8,6% e a relação dívida externa líquida/exportações caindo de 2,7 para 2. Todavia, houve um novo salto no IGP para 47,8%, refletindo a forte desvalorização cambial e a redução dos subsídios (Gráfico 1 e Tabela 1).

Em dezembro de 1962, foi publicado o Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social, elaborado pela equipe liderada por Celso Furtado, que serviria de programa econômico de Goulart caso o presidencialismo saísse vitorioso do plebiscito. O objetivo mais geral do plano era conciliar crescimento econômico com reformas sociais e o combate gradual à inflação. No momento de lançamento do plano, a atividade econômica estava desacelerando e

a inflação se agravava, chegando a mais de 100% em taxas anualizadas. (BASTIAN 2011, pág. 5).

O diagnóstico era de que a inflação resultava de desequilíbrios na economia, principalmente no setor público. Os déficits governamentais levariam a um nível excessivo de emissão de moeda, que por sua vez, pressionavam os preços. “Tratava-se, portanto, de um caso de *inflação de demanda*.” (BASTIAN 2011, pág. 4). Identificavam-se também focos de inflação estrutural, que seriam tratados com as reformas.

Foram propostas medidas comuns a planos de estabilização ortodoxos, como correção de preços públicos defasados, realismo cambial, corte de despesas e controle da expansão do crédito. O choque de custos resultante da inflação corretiva – necessária para reduzir o déficit público – acabou impactando os preços, que por sua vez levaram a um choque nos salários nominais, realimentando a chamada espiral inflacionária. O resultado foi que, apesar das medidas restritivas, a inflação não foi controlada. O contexto de estrangulamento externo também foi determinante para o fracasso do plano Trienal. “Assim, a impossibilidade de equacionar os problemas do conflito distributivo e do estrangulamento externo minou o intento do Trienal de conciliar estabilidade de preços com crescimento econômico.” (BASTIAN 2011, pág. 25).

Enquanto a inflação se acelerava, a atividade econômica sofria forte redução, devido tanto às medidas contracionistas do Plano Trienal quanto a fatores de caráter estrutural relacionados à perda de dinamismo do processo de substituição de importações e de maturação do grande bloco de investimentos do Plano de Metas. A atividade econômica fechou o ano de 1963 com crescimento pífio de 0,6%, enquanto a inflação fecha em 79,9%, evidenciando assim um quadro de estagflação da economia nacional (Gráfico 1 e Tabela 1).

O contexto político se deteriorava cada vez mais e entrava em ebulição, com uma crescente e preocupante paralisia decisória, tanto no Executivo quanto no Legislativo. Tornava-se cada vez mais difícil manter o equilíbrio entre os setores mais radicais da esquerda e a posição conservadora. Dentro das forças armadas crescia a politização de seus quadros. O desfecho do conturbado período de 1961 a 1964 foi o golpe civil-militar de 31 de março de 1964 que derrubou João Goulart.

Os novos governantes diziam que sua missão seria restaurar a ordem econômica e social, que se encontrava desfigurada diante do agravamento das tensões na sociedade civil e no âmbito econômico. Contudo, como destacado:

“[...] para legitimar o regime de exceção junto à sociedade (leia-se, junto à classe empresarial e às camadas de renda mais alta) e ao meio político internacional, era necessário preservar a renda agregada de uma queda abrupta, enquanto se implementava um plano de combate à inflação.” (HERMANN 2011a, pág.53).

Tanto Castello Branco, que assume o poder ainda em 1964, quanto seu sucessor em 1967, Costa e Silva, tinham a visão de que era possível conciliar taxas razoáveis de crescimento com o combate gradual a inflação, através da correção monetária, instituída no país neste período. Neste contexto foram elaboraram medidas para combater a crise econômica. Foram duas linhas de atuação: um plano de combate à inflação e o lançamento de reformas estruturais.

O Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), de inspiração ortodoxa<sup>3</sup>, foi elaborado para a estabilização gradual dos preços, e foram lançadas reformas estruturais, a saber, do sistema financeiro, da estrutura tributária e do mercado de trabalho.

O PAEG, assim como o Plano Trienal, não focava apenas no combate ao processo inflacionário, mas “tratava de um programa que acentuava a importância da manutenção, ou de recuperação, das taxas de crescimento da economia. O combate à inflação estava sempre qualificado no sentido de não ameaçar o ritmo da atividade produtiva.” (LARA-RESENDE 1990, pág. 215). O plano procurava lidar também com as restrições ao crescimento impostas pelo balanço de pagamentos.

A inflação era diagnosticada como resultado de três causas: os déficits públicos; a expansão do crédito às empresas privadas; e aos aumentos dos salários superiores ao aumento da produtividade. “[...] a inflação seria de demanda – causada pelos déficits públicos – e seria realimentada por fatores ligados ao conflito distributivo, os quais contribuíram para gerar uma espiral inflacionária.” (BASTIAN 2011, pág. 8).

---

<sup>3</sup> Embora não plenamente ortodoxo, pelo contrário, como destaca Lara-Resende 1990, pág. 225.

As principais medidas do PAEG foram: um programa de ajuste fiscal, com metas de aumento de receita e contenção de despesas; orçamento monetário que previa taxas decrescentes de expansão dos meios de pagamentos; política de controle de crédito ao setor privado; nova fórmula de reajuste salarial, que visava manter a participação dos salários no produto nacional, impedir reajustamentos desordenados e corrigir distorções salariais. (BASTIAN 2011).

Segundo o autor, a fórmula de reajuste tentava garantir um salário real médio equivalente à média dos salários reais auferidos nos dois últimos anos, acrescidos de uma porcentagem adicional correspondente ao incremento da produtividade. Ao não repor integralmente o poder aquisitivo que vigorava no último reajuste e sim o valor médio do salário acrescido da produtividade, esse mecanismo quebraria a dinâmica da espiral inflacionária.

Na prática, essa fórmula serviu para comprimir os salários reais, impondo grandes perdas aos trabalhadores, e criou um mecanismo de indexação na correção salarial, ainda que os salários estivessem sub-indexados.

A reforma do sistema financeiro merece destaque, pois através desta foi institucionalizada no Brasil a indexação. Em linhas gerais, de acordo com Hermann (2011), a reforma tinha como objetivo explícito complementar o sistema financeiro brasileiro (SFB), constituindo um segmento privado de longo prazo no país, de forma a permitir o financiamento não inflacionário das políticas de desenvolvimento. Nesta reforma foram criados o Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional (CMN) (HERMANN 2011a, pág. 56).

Era necessário dotar as instituições financeiras de acesso a recursos de longo prazo. Porém, estes tinham seus retornos prejudicados, devido à alta inflação, a Lei da Usura (juros nominais limitados a 12% ao ano) e a Cláusula Ouro (impedia indexação de contratos). Dessa forma, criaram-se mecanismos de indexação diferenciados por segmento: para os títulos públicos, foi criada a Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), que instituiu a correção monetária da dívida pública; para ativos privados, autorizaram-se a emissão de diversos tipos de instrumentos financeiros com correção monetária.

Outro fator importante das reformas do período foi a ampliação do grau de abertura da economia ao capital externo, de risco e de empréstimos, objetivando maior captação de investimentos diretos.

A economia teve um comportamento do tipo *stop and go* até 1967, porém com uma razoável taxa média de crescimento, 4,2% ao ano. Apesar de a inflação ter estourado as metas estipuladas pelo plano, ela atinge em 25% no ano de 1967 (Tabela 1). No âmbito externo, a taxa de câmbio real mais adequada permitiu o aumento dos saldos comerciais que aliados ao ingresso de capitais voluntários e empréstimos de regularização beneficiaram o saldo do balanço de pagamentos no período.

O PAEG e suas reformas foram importantes para viabilizar o forte crescimento dos anos seguintes, período de 1968 a 1973 conhecido como *milagre econômico*. Porém, devem-se destacar duas importantes consequências do PAEG, uma positiva e outra negativa. A positiva foi a viabilização de um mercado de dívida pública no país, que passou a financiar grande parte dos déficits do governo. A negativa foi a institucionalização da correção monetária e da indexação, que ao longo do tempo se espalharam pela economia, formal e informalmente, e foram os principais responsáveis pelo completo caos inflacionário verificados no Brasil 20 anos depois.

Delfim Netto assume a pasta da Fazenda em 1967 e mantém, de forma geral, a política de combate a inflação então vigente até o governo Médici, que sucede Costa e Silva no poder em 1969. Porém, implementaram-se algumas mudanças, como a conciliação entre combate gradualista a inflação e políticas de incentivo a retomada do crescimento. Desta forma, o enfoque passa a ser o combate à inflação de custos, o que permitiu uma maior flexibilização da política monetária. Todavia, a correção monetária foi mantida, e “gradualmente foi também estendida aos vários instrumentos financeiros da economia” (LAGO 1990, pág. 238)

Como tônica do período analisado:

“... a nova administração admitia o convívio com certo nível de inflação, que se encontrava na faixa de 20% a 30%, contanto que o ritmo de crescimento dos preços viesse a mostrar, gradualmente, uma tendência de queda.” (LAGO 1990, pg. 245).

Houve uma pequena mudança na política salarial, que passou a indexar o reajuste anual a inflação do ano imediatamente anterior (SIMONSEN 1985, pág. 24), e para

compensar possíveis efeitos da política monetária expansiva sobre a inflação, adotou-se controle de preços através da Comissão Nacional de Estabilização de Preços (CONEP) que posteriormente veio a ser substituída pela Comissão Interministerial de Preços (CIP). Uma série de preços públicos, como tarifas e o câmbio, alguns privados, como insumos industriais, e até mesmo os juros passaram a ser tabelados.

A economia cresceu a uma taxa média de 11% ao ano entre 1968-1973, puxada pela ampliação da produção e do consumo de bens de consumo duráveis. A designação de *milagre econômico* se deve ao fato de a economia ter alcançado altas taxas de crescimento acompanhadas de queda moderada da inflação e de melhoras no balanço de pagamentos.

Obviamente o contexto político da época, com o decreto do Ato Institucional nº 5 (AI-5) no final de 1968, favoreceu a política anti-inflacionária do governo, que se baseou em controle direto de preços e da política salarial restritiva.

Alguns fatores atuaram diretamente sobre os custos de produção, contribuindo para que a inflação não disparasse frente ao forte crescimento. Pode-se destacar: o controle direto sobre os preços, tarifas e juros; a capacidade ociosa herdada dos anos de baixo crescimento, entre 1962 e 1967; a política salarial, que resultou em perdas reais para os trabalhadores; e a política agrícola que contribui amplamente para a expansão da oferta, acomodando possíveis pressões inflacionárias.

Os índices de inflação mostraram uma tendência de queda ao longo do período, evidenciando, por um lado, o sucesso da política anti-inflacionária, e por outro a intervenção direta do governo sobre os preços. O IGP, que fechou 1968 em 25,5% cai para a faixa de 15% em 1972 e 1973 (Gráfico 1 e Tabela 1), embora o governo tenha usado seu poder de tabelamento sobre os preços para atingir este patamar no ano de 1973:

“O controle de preços já não podia encobrir, no final de 1973, o recrudescimento do processo inflacionário e a necessidade de medidas para impedir a sua aceleração. O efeito do tabelamento sobre os índices era enganoso [...]” (LAGO 1990, pg. 249).

Já no setor externo, a tendência natural de deterioração foi confirmada pelo saldo em transações correntes. Apesar de relativo equilíbrio na balança comercial, a conta de serviços e rendas apresentou deterioração durante o período. Porém, este comportamento foi amplamente compensado pela forte entrada de capitais autônomos no país, através de



investimentos estrangeiros diretos e empréstimos. Alguns fatores contribuíram, como a boa vontade dos Estados Unidos com os novos governantes, a ampla disponibilidade de liquidez internacional e a expansão do comércio mundial. Além disso, a abertura financeira implementada pelas reformas de meados dos anos 1960 aliada a política de minidesvalorizações cambiais a partir de 1968 trouxeram maior segurança aos investimentos externos.

A dívida externa líquida saltou de US\$3,2 bilhões para US\$8,4 bilhões (Gráfico 2 e Tabela 1). Esse endividamento mais que compensou a necessidade de financiamento do déficit em conta corrente, permitindo inclusive o acúmulo de reservas internacionais pelo Bacen (HERMANN 2011a, pág. 68). A relação dívida externa líquida/exportações, porém, cai para 1,3 em 1973, diante de uma relação de 2,04 em 1968, refletindo o aumento das exportações do período.

Todavia, vale a pena destacar importantes mudanças na composição da dívida externa, com crescente participação de empréstimos privados e a juros flutuantes:

“Enquanto, em 1967, era de 26.9% a participação dos empréstimos privados na dívida pública externa, essa participação alcançou 64,1% em 1973 [...]. Estava lançado o processo de aumento de participação dos empréstimos a taxas de juros flutuantes no total dos empréstimos externos...” (LAGO 1990, págs. 278 e 281).

Ernesto Geisel sucede Médici na presidência em 1974, assumindo o compromisso de iniciar uma distensão *lenta, gradual e segura* do regime militar. O contexto externo do período, por sua vez, era menos promissor. O sistema de Bretton Woods havia terminado, as taxas de câmbio fluíam livremente e as inovações financeiras se multiplicavam, diminuindo barreiras e tornando o fluxo de capitais internacional cada vez mais volátil. Além disso, no final de 1973, o mundo assistia à quadruplicação dos preços de petróleo, na primeira exibição de força do cartel dos países produtores, que teve forte impacto na inflação mundial.

Este período, que na verdade se estende por toda a década de 1970, e suas escolhas na área econômica são de caráter essencial para compreender a situação do país nos anos 1980.

“O quadro de desequilíbrio macroeconômico com que a economia brasileira defrontou-se na década de 80, caracterizado por elevado endividamento externo, desestruturação do setor público, inflação explosiva e perda de dinamismo, teve sua origem em grande medida em erros de diagnóstico bem como na timidez que

caracterizou o uso de instrumentos de política após o primeiro choque do petróleo.” (CARNEIRO 1990, pg. 300).

A dependência externa do país aumentou nos anos do *milagre*, tanto em relação às importações quanto à financeira. O país dependia de importações de bens de capital e petróleo, além de necessitar de empréstimos para arcar com os encargos da dívida, que se encontrava maior.

Com o advento do primeiro choque do petróleo, o cenário de dependência passa a ser de restrição externa, comprimindo-se a capacidade de importar e do país crescer. Diante do contexto externo adverso, de pressões internas por um ajuste não recessivo e devido à recuperação das fontes de financiamento - através dos *petrodólares* - a partir de 1975, o governo Geisel optou por um ajuste externo estrutural, materializado no II PND. Segundo Hermann (2011): “tratava-se de um ousado plano de investimentos públicos e privados, a serem implementados ao longo do período de 1974-1979, que se propunha a cobrir a área de fronteira entre o subdesenvolvimento e o desenvolvimento.” (HERMANN 2011b, pg. 80). Na prática, o II PND completa o processo de industrialização por substituição de importações no país, esgotando o modelo de crescimento então vigente.

O financiamento do II PND dependeu, basicamente, de fontes públicas e externas. O investimento público se apoiou no BNDE, além de financiamento externo captado pelas estatais. Além disso, os *petrodólares* foram essenciais para financiar os déficits em transações correntes. Para fechar o balanço de pagamentos, houve sensível aumento dos superávits da conta capital, refletindo o maior fluxo de capitais para país. Vale ressaltar a deterioração da posição financeira, expressa pela relação dívida externa líquida/exportações, que aumenta de 1,8 para 3,02 em 1979. A dívida externa líquida mais que triplica, saltando de US\$14,7 bilhões em 1974 para US\$46,1 bilhões em 1979 (Gráfico 2 e Tabela 1).

Além da necessidade de superação da restrição externa, reconhecia-se também a urgência de uma política de controle da inflação. Apesar disto,

“embora a preocupação com o processo inflacionário estivesse presente, o objetivo de vencer os desafios do desenvolvimento parece ter predominado [...] No que tange a inflação, o governo foi capaz apenas de evitar sua aceleração.” (HERMANN 2011b, pg. 84).

O PIB atingiu uma taxa média de crescimento na ordem de 6,7% ao ano entre 1974 e 1978. Já a inflação, apesar de ter um comportamento errático no período, manteve sua trajetória de alta, saindo de 34,5% em 1974 e terminando 1978 em 40%, depois de atingir 46% em 1976 (Tabela 1).

Como destaca Bastos, ao focar a abordagem da inflação de custos: “O ano de 1973 é particularmente importante, pois a partir de então entramos num ciclo de continua deterioração das contas externas e exacerbação do processo inflacionário.” (BASTOS 2001, pág. 226).

O general Figueiredo assume a presidência em março de 1979, e dá prosseguimento as obras ainda pendentes do II PND, alcançando o crescimento médio de 8% nos anos de 1979-1980 (Tabela 1). Porém, em meados do ano ocorre o segundo choque do petróleo, resultando em novo e forte salto no preço do petróleo. A consequência deste substancial aumento de preço foi a elevação das taxas de juros dos países industrializados, visando conter efeitos inflacionários. Este novo patamar de juros desacelerou a economia destes países, que entraram então em um período recessivo.

Estes acontecimentos, por sua vez, atingiram o Brasil de duas formas. Diretamente, através da deterioração dos termos de troca e indiretamente, devido ao aumento dos encargos de empréstimos contraídos a juros flutuantes e a dificuldade de rolagem da dívida resultante do aperto de crédito internacional.

Para se ajustar ao novo ambiente e resistir às pressões inflacionárias foram implementadas medidas restritivas, reforçando o controle sobre meios de pagamento e crédito bancário. Uma nova política cambial foi adotada, visando desvalorizações reais do câmbio. Para não prejudicar os devedores em dólares, que após o II PND eram muitas empresas privadas e estatais, foram editadas as Resoluções 432 e 230 do Bacen, que na prática transferiram o risco cambial e de futuras desvalorizações para o governo.

Tentou-se solucionar o impasse externo através de medidas que visavam o redirecionamento da demanda interna, estimulando as exportações. Foram tomadas medidas para tentar reduzir o déficit público que alimentava a inflação. Na política cambial, foi determinada uma maxidesvalorização de 30% em termos nominais. Houve também uma

mudança na periodicidade dos reajustes salariais, que passaram a ser corrigidos semestralmente, embora com restrições a reposição integral da inflação passada.

A inflação acabou se acelerando e o IGP, que fechou 1978 em 40% saltou para 77,2% em 1979 e atingiu 110,2% em 1980 (Gráfico 1 e Tabela 1). “As correções salariais mais frequentes, aliada à prática generalizada da indexação de contratos, tornaram-se fatores realimentadores do processo inflacionário e da chamada ‘inflação inercial’.” (HERMANN 2011b, pág., 89).

A maxidesvalorização não se refletiu em termos reais, o que não amenizou o desequilíbrio do balanço de pagamentos. Os superávits na conta capital não foram suficientes para compensar os déficits em transações correntes, tornando o BP deficitário e acarretando em perda de reservas, que passaram de US\$12 bilhões para US\$7 bilhões. A dívida externa líquida passou de US\$46,1 bilhões em 1979 para US\$57,3 bilhões em 1980 (Gráfico 2 e Tabela 1).

O fracasso da tentativa de ajuste cobrava seu preço, através da perda de credibilidade do governo e deterioração das expectativas dos agentes:

“Talvez a consequência mais importante do fracasso das políticas adotadas no período 1979-80 no combate a inflação e na redução do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos tenha sido a perda de confiança no gerenciamento de curto prazo da economia.” (CARNEIRO e MODIANO 1990, pg. 324).

O governo partiu então para um ajuste recessivo que reduzisse a absorção interna e gerasse excedentes exportáveis. A política monetária passou a ter papel central, mantendo taxas de juros reais positivas que atuavam duplamente sobre o BP: diminuindo a absorção interna, logo o déficit em conta corrente; atraindo capitais de curto prazo, para ganhar tempo no ajuste.

Os efeitos sobre a economia da restrição monetária foram logo sentidos, e o PIB encolheu em média 2,2% ao ano entre 1981-1983. Além disso, os juros altos internos não foram suficientes para atrair capital externo para cobrir novas despesas. As reservas internacionais caem para US\$4 bilhões, e um acordo com o FMI no final de 1982 impediu uma dinâmica pior.

Ocorre nova maxidesvalorização de 30% em 1983, que, desta vez, resultou em desvalorização real. A desvalorização cambial acabou impactando a inflação, desencadeando efeitos cíclicos sobre salários e os demais preços. Modiano em estudos econométricos verificou que a maxidesvalorização explica pelo menos 80% do surto inflacionário (LOPES 1985, pág. 136 apud MODIANO 1984).

A política fiscal tornou-se também restritiva visando não apenas reduzir a influência do governo na demanda agregada, mas também o próprio déficit público. Este era afetado pela inflação, que corroía as receitas - através do *efeito Tanzi* - e elevava os encargos da dívida, devido à correção monetária. A maxidesvalorização e a política de juros altos também impactaram a dívida, tanto interna quanto externa, que cresciam mesmo diante da política fiscal restritiva.

A estratégia de ajuste recessivo obteve relativo sucesso no ajuste externo, gerando superávits comerciais recordes nos anos de 1983-84. Porém, já em 1985, o desequilíbrio externo volta a ser um problema. O preço desse ajuste em termos de inflação e deterioração fiscal, por sua vez, foram elevados e persistentes.

A inflação, que em 1980 foi de 110% cai para 95,2% em 1981 e fecha 1982 em 99,7%. Porém, 1983, ano da maxidesvalorização, o IGP atinge 211%, e fecha 1984 em 223,8%. Observa-se uma clara tendência de aceleração da inflação até meados da década de 1990 (Gráfico 1 e Tabela 1).

**Tabela 1 – Indicadores Macroeconômicos: 1955 – 1985.**

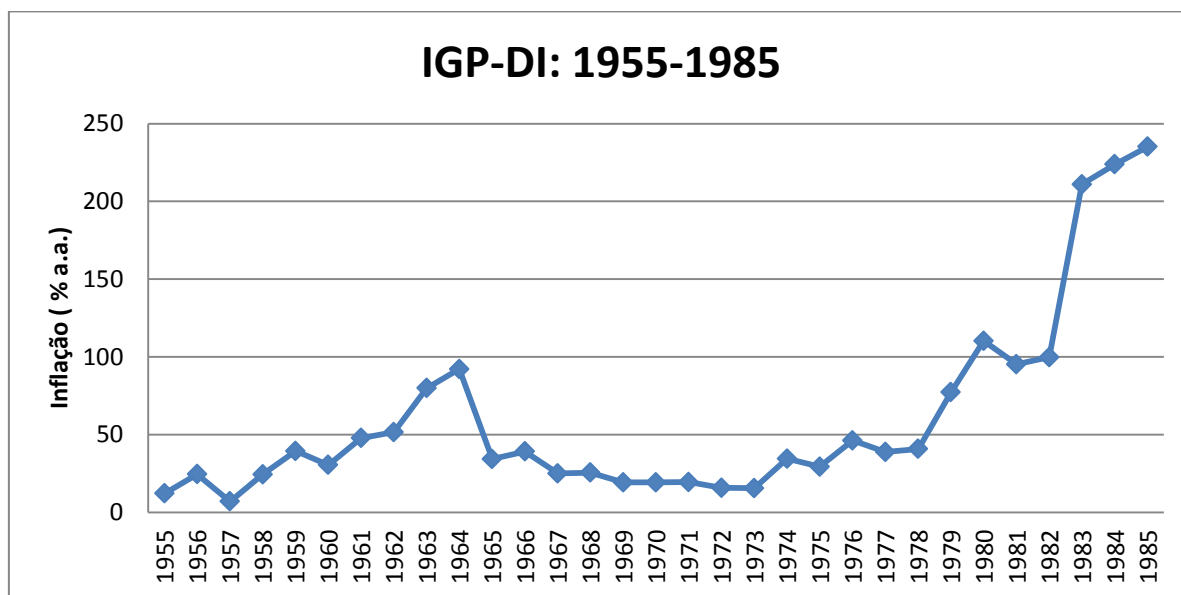
<b>Ano</b>	<b>Variação do PIB (%)</b>	<b>IGP-DI (%)</b>	<b>Dívida Externa Líquida (US\$ milhões)</b>
1955	8,8	12,15	-
1956	2,9	24,55	2.128,0
1957	7,7	6,96	2.017,0
1958	10,8	24,39	2.405,0
1959	9,8	39,43	2.794,0
1960	9,4	30,47	3.393,0
1961	8,6	47,78	2.821,0
1962	6,6	51,60	3.248,0
1963	0,6	79,92	3.397,0
1964	3,4	92,12	3.049,7
1965	2,4	34,24	3.340,4
1966	6,7	39,12	3.349,9
1967	4,2	25,01	3.242,0
1968	9,8	25,49	3.835,3
1969	9,5	19,31	3.979,5
1970	10,4	19,26	5.053,0
1971	11,3	19,47	6.561,0
1972	11,9	15,72	7.281,0
1973	14,0	15,54	8.441,0
1974	8,2	34,55	14.763,0
1975	5,2	29,35	21.075,0
1976	10,3	46,26	25.601,0
1977	4,9	38,78	30.695,0
1978	5,0	40,81	40.292,0
1979	6,8	77,25	46.114,0
1980	9,2	110,24	57.346,0
1981	-4,3	95,20	66.456,0
1982	0,8	99,72	81.493,0
1983	-2,9	210,99	89.182,0
1984	5,4	223,81	90.132,0
1985	7,8	235,11	93.563,0

Fonte: Ipeadata.

Já a dinâmica da dívida, tanto interna quanto externa, foi fortemente impactada pela própria inflação, além de ter sido influenciada pelas correções cambiais sucessivas, pelos juros altos e pelas esterilizações do capital externo. A dívida externa líquida, que era de US\$57,3 bilhões em 1980 chega a US\$90,1 bilhões em 1984 (Gráfico 2 e Tabela 1). A relação dívida externa líquida/exportações sai da 2,85 e atinge 3,34. Visivelmente ocorre uma sensível deterioração da situação externa do país no período.

Ficaram claras na retrospectiva algumas opções priorizando o crescimento da concepção desenvolvimentista que prevaleceu no Brasil nestes anos. O combate à inflação seja no PEM, no Plano Trienal, no PAEG, nos anos do *milagre*, sempre se deu de forma gradual, sem tratamentos mais incisivos e de choque para tentar solucionar a aceleração dos preços. Houve também um grande descuido, ainda no âmbito de não prejudicar o crescimento, que foi a propagação, ao longo dos anos, da indexação. O que deveria ser uma solução de curto prazo, para viabilizar captação e alocação de recursos em prazos mais longos, acabou se estendendo pela economia e possibilitou a manutenção da estratégia desenvolvimentista apesar da aceleração da inflação, como mostra o Gráfico 1. Mais do que isso, a indexação tornou as políticas anti-inflacionárias tradicionais inócuas, uma vez que a correção de preços pela inflação passada estabelecia um *piso* do qual a inflação não baixava, independente de políticas restritivas, como ficou provado nos anos iniciais de 1980.

**Gráfico 1 – IGP-DI: 1955-1985**



Fonte: Ipeadata.

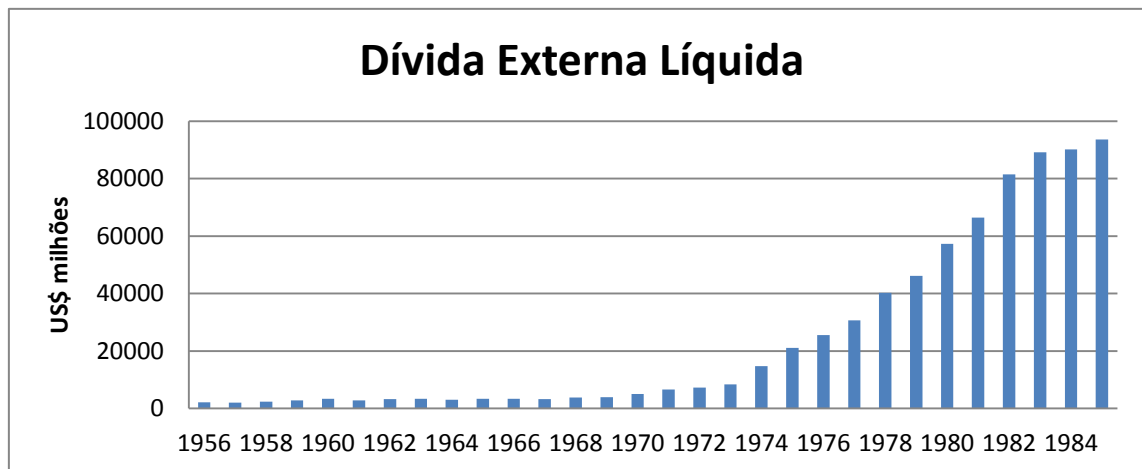
Quanto ao comportamento das taxas de inflação, apesar de apresentar queda em alguns anos, manteve-se em geral em uma clara tendência de alta. Podem-se destacar três momentos em que ficou claro uma aceleração das taxas medidas pelo IGP: o período de instabilidade política, entre 1960-64, onde o índice salta de 30% para 90%, voltando a cair durante o “milagre”; os anos finais da década de 1970, que a inflação sai de 40% em 1978 e atinge 110% em 1980; e o ano de 1983, onde a inflação fecha em 211%, ante 99% do ano anterior. Como destacado por Modiano:

“O primeiro grande salto da inflação ocorre em fins de 1979. O segundo choque do petróleo, a política interna de fixação de ‘preços realistas’ e o simultâneo aumentos da frequência dos reajustes salariais de anual para semestral, dobraram a taxa de inflação [...] O segundo grande salto da taxa de inflação ocorre em 1983, impulsionado por uma maxidesvalorização de 30% do cruzeiro” (MODIANO 1990, pág. 347).

Uma interessante análise pode ser feita sobre o período, baseado em Bruno (1990). As tentativas de estabilização anteriores ao PAEG falham em estabilizar a inflação, até então um fenômeno sem maiores especificidades, caracterizando um primeiro estágio de inflação. O PAEG institucionaliza a indexação, e a inflação passa para um segundo estágio, crônico. Após os choques da década de 1970 e início dos 1980, a inflação passa para um terceiro estágio, alta e crônica. Falhas de estabilização nesse estágio podem levar a uma hiperinflação, como Bruno defende ter ocorrido no Brasil, após o colapso dos planos de estabilização de meados de 1980 (BRUNO 1990, pág. 4).

O Gráfico 2 descreve a trajetória da dívida externa líquida, que também mantém clara tendência de alta. Esse resultado foi o esperado uma vez que o modelo de substituição de importações, num país onde a poupança nacional é historicamente fraca, depende de financiamento externo para seguir seu curso. Novamente, alguns momentos de aceleração podem ser destacados, e estes momentos coincidem com grandes projetos desenvolvimentistas: O Plano de Metas, onde a dívida salta de US\$0,9 bi em 1955 para US\$3,4 bi em 1960; o período do *milagre* que termina 1973 com dívida de US\$8,4 bi, ante US\$3,8 em 1968; o II PND, quando a dívida chega a US\$46 bi em 1979; e finalmente, o conturbado período do início dos anos 1980, onde o choque do petróleo e dos juros resultou em um aumento de quase 60% da dívida, que sai de US\$57 bi em 1980 e chega ao nível de US\$90 bi em 1984 (Tabela 1).



**Gráfico 2 – Dívida Externa Líquida**

Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria.

### **II.3 - Redemocratização e o debate em torno da inflação.**

O ambiente nacional em 1984 era de esperança e confiança em um futuro melhor para o país. O movimento “Diretas Já” reivindicava eleições diretas para presidente da república, mas a solução costurada no congresso para a transição democrática foi a de eleições indiretas. Tancredo Neves elegeu-se presidente, porém não chegou a tomar posse, pois problemas de saúde levaram-no a falecer algum tempo depois de eleito.

Seu vice, José Sarney, acabou se tornando o primeiro presidente do país após os anos de governo militar. Porém, ao contrário de Tancredo, que possuía habilidade e cacife político para administrar correntes divergentes, Sarney era visto como um político fraco dentro da aliança que ajudara a escolher o novo governo. (BARROS DE CASTRO 2011a, pág. 99). Após a mudança no contexto político, às esperanças da população se voltaram para o caos econômico que o país atravessava.

Bastos mostra que a estratégia de ajuste externo adotada na primeira metade dos anos 1980, visando gerar mais divisas para arcar com despesas externas, consistia basicamente em aumentar as exportações via desvalorizações cambiais. Essas desvalorizações geravam persistentes pressões inflacionárias, numa economia que já convivia com acentuadas taxas de inflação e difundidos esquemas de indexação (BASTOS 2001, pág. 204).

Para piorar, o ajuste externo se mostrou bastante frágil, e em fevereiro de 1987 o governo decidiu suspender o pagamento de juros da dívida externa aos bancos privados. Neste

ano, a dívida externa líquida se encontrava em US\$113,5 bilhões, e a relação dívida líquida/exportações rondava 4,3 (Tabela 2).

Diante do contexto de maior liberdade que ressurgia, os debates econômicos voltam a ser importantes, tanto nas universidades quanto fora delas. E os temas mais debatidos eram justamente a inflação e a dívida externa, pois se apresentavam como os maiores problemas a serem enfrentados.

Modiano (1990) chama a atenção de que a inflação brasileira parecia ter propriedades específicas e uma dinâmica própria, que resistia a recessão e ao desemprego (MODIANO 1990, pág. 347). Dado este fato, comprovado empiricamente pelas políticas recessivas anteriores, passou-se a buscar então novas explicações para o fenômeno inflacionário. Lopes (1985) afirma através de estudos econométricos que a Curva de Phillips da economia brasileira seria horizontal, com a importância quantitativa dos choques de demanda sendo pequena quando comparada aos níveis de inflação então vigentes (LOPES 1985, pág. 136).

Os estudiosos buscaram e desenvolveram então diferentes teorias acerca da natureza da inflação brasileira. Buscou-se explicação nas teorias estruturalistas da CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina), que destacavam fatores históricos e estruturais (reais) da inflação, bem como a importância do conflito distributivo em sua essência (MODENESI 2005, pág. 260-78). Também foi procurada explicação nas correntes mais ortodoxas, que enxergavam no déficit público e na expansão da oferta de moeda a principal causa da inflação, baseando-se na teoria quantitativa da moeda. Já correntes keynesianas viam a inflação como excesso de demanda em relação à oferta agregada, enquanto os administrativistas explicavam-na como decorrente do poder monopolista de empresas, sindicatos e do próprio governo.

Diante desta efervescência intelectual, que destacava tanto componentes de custo quanto de demanda da inflação, ganha notoriedade a ideia de que a inflação brasileira se perpetuava ao longo dos anos, como uma inflação crônica, devido à indexação. Além disso, ela evidenciava um conflito distributivo entre os diferentes setores da sociedade, que buscavam sempre repor suas perdas reais a cada processo de reajustes.

Os mecanismos de correção monetária, nos anos 1980 difundidos por toda a economia, até mesmo a depósitos a vista, transferiam a inflação passada para o presente, formando uma espécie de *piso* do qual a inflação não baixaria através de políticas tradicionais. Ou seja, havia um caráter inercial da inflação, que se propagava de um ano para o outro, através da correção monetária de salários, aluguéis e diversos outros preços da economia.

Como destaca Bresser-Pereira (1996): “Havia, entretanto, um fato que nem as teorias convencionais, nem a teoria de Rangel [estruturalista] explicavam: a estabilidade da inflação em determinados patamares.” (BRESSER-PEREIRA 1996, pág. 26).

Modenesi relembra que Simonsen foi o pioneiro na utilização do conceito de inércia, ou como o próprio denominou, de realimentação para explicar a inflação, ainda nos anos 1970 (MODENESI 2005, pág. 275). Vele destacar que Simonsen participou da elaboração do PAEG, que estabeleceu formalmente a indexação na economia brasileira, através da ORTN e da fórmula de reajuste salarial, esta elaborada diretamente por ele. Quanto a isto, ele se defende em artigo de 1985 ao dizer sobre o sistema de indexação formal:

“Ele foi implantado em 1964 com um objetivo – o de viabilizar os contratos de longo prazo, particularmente no mercado financeiro. Como tal, pretendia ser a exceção, e não a regra. A degenerescência foi sua universalização [...] quando o cenário internacional criava as piores condições para o funcionamento de uma economia indexada: retração econômica combinada com choques de oferta adversos [final anos 1970].” (SIMONSEN 1985, pág. 18).

Em seu livro *Inflação: Gradualismo versus tratamento de choque* (1970), Simonsen destaca três componentes do processo inflacionário: o componente autônomo, que independe da inflação passada, sendo resultado da mudança de preços relativos; o componente de realimentação, que reflete a inflação do período anterior, vinculada a um conflito distributivo; componente de regulação pela demanda, explicando o excesso de demanda sobre a oferta.

Como ressaltado por Modenesi (2005, pág. 276 apud LOPES 1979), identifica-se em Simonsen traços neoestruturalistas, sintetizando os principais elementos da teoria cepalina: noção de pressão inflacionária estrutural; de mecanismos de propagação; uma especificação estruturalista da relação entre demanda agregada e inflação. Bastos (2001) destaca uma ligação entre os economistas da PUC-RJ, que desenvolveram de forma mais ativa a tese da inflação inercial nos anos 1980, com o pensamento latino americano de Felipe Pazos, que em 1972 desenvolverá a ideia de inflação inercial (BASTOS 2001, pág. 217).

Entre os economistas brasileiros, que no calor do debate emergem com a tese da inflação inercial estão: Francisco Lopes, André Lara Resende, Pêrsio Arida, Edmar Bacha e Eduardo Modiano, da PUC-RJ e Luiz Carlos Bresser-Pereira e Yoshiaki Nakano, da FGV-EESP.

A ideia básica por trás da hipótese da inflação inercial, como destaca Lopes, era de que:

“em um ambiente cronicamente inflacionário, os agentes econômicos desenvolvem um comportamento fortemente defensivo na formação de preços, o qual em condições normais consiste na tentativa de repor o pico anterior da renda real no momento de cada reajuste periódico de preço. Quando todos os agentes adotam esta estratégia de recomposição periódica dos picos, a taxa de inflação existente no sistema tende a se perpetuar: a tendência inflacionária torna-se igual à inflação passada.” (LOPES 1985, pág. 137).

Lopes diferenciara dois componentes da inflação, a saber, os choques e as tendências inflacionárias. O choque nada mais seria do que pressões de oferta e demanda sobre os preços, como um choque agrícola ou cambial. A tendência, por sua vez, seria um componente de inflação pura, ou seja, o resíduo da taxa de inflação não explicado pelos choques. Se não houvesse choques inflacionários, a inflação seria a própria tendência.

A tendência inflacionária é convencionalmente explicada pelas expectativas inflacionárias dos agentes. A hipótese defendida pelos economistas da inflação inercial era de que o caráter inercial se encontrava justamente na tendência, que se propagava pelos mecanismos de indexação espalhados pela economia.

Bresser-Pereira expõe a noção de inércia da seguinte maneira:

“A inflação tendia a se manter porque a indexação formal e informal da economia levava as empresas a aumentarem seus preços de maneira defasada mas automática, independentemente da demanda. Só através desse mecanismo conseguiam manter sua taxa de lucro ou, em outras palavras, manter os preços relativos equilibrados de forma dinâmica.” (BRESSER-PERREIRA 2009).

Essas explicações sobre o caráter inercial da inflação evidenciam o conflito distributivo latente no processo inflacionário do período. A cada ciclo de reajustes a renda real dos agentes era corroída pela inflação do período. Visando reestabelecer a renda vigente no período anterior, os agentes tentam repor tudo que perderam, com o objetivo de reestabelecer o valor de pico da sua renda. Quando todos os agentes da sociedade (trabalhadores, governo,

empresários, entre os principais) adotam este comportamento na data de reajuste, a inflação se propaga. Caso os reajustes fossem sincronizados, feitos numa mesma data ou período próximo, a inflação crônica se tornaria uma hiperinflação.

Segundo Bresser-Pereira e Nakano (1984), o mecanismo mantedor da inflação decorre do fato dos agentes econômicos, no esforço de manterem sua participação na renda, indexarem informalmente seus preços, aumentando-os defasadamente. Se este conflito for agressivo, visando aumentar a participação na renda, pode acelerar a inflação. Todavia, num ambiente cronicamente inflacionário, o comportamento dos agentes é defensivo, somente repassando a inflação para o período seguinte ao tentar recompor seu pico de renda (BRESSER-PERREIRA e NAKANO 1984, pág. 9-12). No Brasil, como a indexação era institucionalizada, a inflação inercial se dava de forma natural.

Lopes (1985) ressalta um dilema do prisioneiro com a reposição defensiva dos picos a despeito da racionalidade econômica dos agentes na formação de expectativas. Cada um poderia formar suas expectativas racionalmente mas não teria incentivo para alterar de forma não cooperativa o seu padrão de comportamento (LOPES 1985, pág. 139).

A única posição sustentável para a economia como um todo, em que os desequilíbrios de preços relativos e os conflitos distributivos seriam atenuados, seria aquela em que todas as rendas se encontrariam em seus patamares médios. Desta forma, ao acabarem com o problema da indexação, os conflitos distributivos não seriam repassados, dando condições para a sustentabilidade de um plano de estabilização.

Chega-se a um consenso de que a causa primordial da inflação brasileira seria o componente inercial, causado pela ampla indexação, formal e informal, dos preços da economia. Modenesi (2005) resume esse consenso no Teorema da Inflação Inercial, o qual enuncia a inércia como principal causa da inflação, e no corolário que põe a desindexação como condição necessária para a estabilização dos preços (MODENESI 2005, pág. 234).

Nas palavras de Lopes: “Se é inevitável combater a inflação, o importante é que o foco das políticas seja deslocado da geração de choques de demanda deflacionários para o desenho de mecanismos que nos permitam quebrar a tendência inercial da inflação.” (LOPES 1985, pág. 145).

A eliminação ou redução do componente inercial era pré-condição para a recuperação das políticas tradicionais de estabilização. Ou seja, era necessário primeiro atacar o componente inercial, através da desindexação da economia, para posteriormente adotar as tradicionais medidas de estabilização de preços.

Segundo Barros de Castro (2011a) havia basicamente quatro propostas de desindexação sendo discutidas em 1984: Pacto Social, defendido por economistas da Unicamp; Choque Ortodoxo, defendido por alguns economistas da FGV-RJ; Choque Heterodoxo, proposto por Francisco Lopes, da PUC-RJ; e a proposta da Moeda Indexada, elaborada por André Lara Resende e Pêrsio Arida, também da PUC-RJ (BARROS DE CASTRO 2011a, pág. 102-3).

As propostas elaboradas pelos economistas da PUC-RJ foram as mais amplamente aceitas, e logo passaram a ser debatidas como fundamentos para planos de estabilização. A proposta do Choque Heterodoxo foi usada no Plano Cruzado, o primeiro de alguns planos que se basearam no congelamento de preços para tentar eliminar o componente inercial da inflação. Já a proposta da Moeda Indexada foi inspiração para o Plano Real, que enfim conseguiu dar fim a alta inflação vivida no país.

Em linhas gerais, como exposto por Lopes: “[...] o choque heterodoxo consiste no congelamento ríspido e total dos preços acompanhado por uma liberação das políticas monetárias e fiscais.” (MODENESI 2005, pág. 233 apud LOPES 1986).

Um problema desta proposta era que o congelamento de preços iria imobilizar uma estrutura de preços relativos desalinhada, com alguns preços acima do seu valor médio, por terem sido recentemente reajustados, e outros abaixo, por ainda não terem sido reajustados. Isso resultaria em pressões para repor as perdas, além da falência de algumas iniciativas ou a falta de mercadorias. O mercado perderia o mecanismo de preços para a sinalização de eventuais desequilíbrios. Além disso, representaria uma transferência de renda entre setores da sociedade, o que inevitavelmente resultaria em problemas posteriores. Ou seja, o programa de estabilização não seria neutro do ponto de vista distributivo. Uma forma de contornar este problema seria a sincronização dos reajustes, alinhando os preços relativos, mediante o encurtamento dos intervalos de reajuste.

Lopes (1986) destacava que o congelamento seria temporário, seguido por um período de descompressão do controle visando reajustar a estrutura de preços imobilizada. Porém, ninguém sabia quanto tempo de congelamento seria necessário para eliminar a memória inflacionária dos agentes.

Ele ponderava ainda que seria politicamente mais recomendável que o dia do congelamento fosse antecipadamente anunciado, apesar de saber que isso representaria uma dificuldade para a adoção do congelamento. Uma vez anunciado o dia, ações especulativas por parte dos agentes poderiam inviabilizar a estabilização.

A passividade monetária - manutenção de taxas de juros baixas fornecendo liquidez para os agentes, mediante a queda da velocidade de circulação da moeda - por sua vez, era necessária para evitar uma queda no nível de renda nominal, uma vez que com a estabilização ocorre o processo de remonetização da economia. Isto é, a moeda recupera suas funções, e os agentes passam a demandar mais moeda, fazendo com que sua velocidade de circulação se reduza.

A proposta foi usada nos primeiros planos de estabilização que tentavam lidar com o componente inercial da inflação, a saber, os planos Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e II. Nenhum destes planos obteve sucesso no controle da inflação, apenas conseguindo represa-la temporariamente. Não cabe aqui uma análise muito detalhada sobre o Plano Cruzado nem seus sucessores, mas alguns pontos devem ser ressaltados.

Primeiro, o Cruzado tratou da inflação como se fosse puramente inercial, sem levar em conta aspectos aceleracionistas que se apresentavam, um grave erro de concepção. A demanda já vinha se acelerando, e se intensificou ainda mais com as medidas do plano, como abonos salariais e o crescimento da oferta monetária de forma a acomodar a demanda (passividade monetária), que acabou tornando as taxas de juros negativas. Logo surgiram sinais de desabastecimento na economia, e recorreu-se às importações para suprir a demanda por produtos. Isso teve forte impacto nas contas externas, que na falta de financiamento apelou para o descongelamento do câmbio, o que impactou os custos e os preços. (BARROS DE CASTRO 2011a, pág. 112; BASTOS 2001, pág. 227). Outros problemas foram o longo tempo de duração do congelamento, que preservaram uma estrutura de preços relativos defasada, implicando em falta de produtos e surgimento da *economia informal*, o gatilho salarial, que

reintroduziu e agravou a questão da indexação, e a defasagem dos preços públicos, impactando as contas do governo, que não tiveram atenção especial (FONSECA 1998).

Seguiu-se ao Cruzado o Plano Bresser, que diagnosticava a inflação como inercial e de demanda. Usou-se de políticas fiscais e monetárias restritivas, bem como congelamento de preços e salários, estes passando a ser indexados por uma nova unidade de referência. O congelamento, porém, não foi respeitado, e ainda houve uma desvalorização cambial gerando grande aumento de preços.

Tentou-se controlar a inflação com o Plano Verão, que extinguiu todos os mecanismos de indexação e congelou-se preços e salários, por tempo indeterminado. O ajuste fiscal pretendido não ocorreu. Devido à falta de mecanismos de coordenação das expectativas e da falta de credibilidade do governo, os agentes começaram a remarcar preços em períodos cada vez mais curtos, como melhor lhes convinha. O resultado foi uma nova aceleração da inflação.

O Plano Collor I promove um novo congelamento de preços de bens e serviços, logo desrespeitado pelos agentes, devido a crescente falta de credibilidade de tais medidas. O mais surpreendente do plano, todavia, foi o sequestro de liquidez promovido. O plano visava resolver o problema de alta inflação através de uma desindexação parcial da economia e desoneração de pagamento de juros sobre os depósitos bancários. O plano recebeu várias críticas, entre elas o fato de ter confundido os conceitos de estoque de moeda com o fluxo, ou seja, a emissão de moeda. O plano fracassa e então é lançado o Plano Collor II, que propunha racionalização dos gastos públicos e total desindexação da economia. Tentou-se implementar um componente *forward looking* para a indexação, embutindo expectativas de inflação ao invés da inflação passada no mecanismo de correção monetária. Segundo Franco (1993) criava-se um *neogradualismo*, onde os agentes criavam suas expectativas de inflação baseados no comportamento fiscal corrente do governo. Reduções do déficit público baixariam a inflação, gerando mais credibilidade ao governo e possibilitando melhoras nos fundamentos, o que reforçam a credibilidade, em uma espécie de círculo virtuoso. Porém o *neogradualismo* não funciona, como destacado por Franco, devido a escândalos políticos (FRANCO 1993, pág. 28-9).



Tem-se então o desgaste das políticas de estabilização baseadas no congelamento de preços, bem como uma deterioração das expectativas dos agentes e perda de credibilidade do governo. Devido aos sucessivos congelamentos, os agentes adquiriram um comportamento de antecipação, passando a antecipar os planos, e a inflação perde um pouco de seu componente inercial, que só é readquirido com o *neogradualismo*.

Já a proposta da Moeda Indexada, ou Larida como ficou conhecida por juntar o nome de seus dois formuladores (André Lara-Resende e Pêrsio Arida), tinha como principal ideia uma reforma monetária, como destaca Lara-Resende:

“A essência dos processos de inflação é a perda de credibilidade da moeda [...] a inflação no Brasil poderia ser detida a curtíssimo prazo, caso o governo fosse capaz de pôr em circulação uma nova moeda em que o público confie como reserva de valor e unidade de conta. Para lançar a nova moeda, não é necessário esperar o pique de situações extremas de hiperinflação, como as da década de vinte na Europa.” (MODENESI 2005, pág. 244 apud LARA-RESENDE 1985).

O objetivo da proposta Larida era produzir os efeitos de uma hiperinflação por meio de uma reforma monetária, introduzindo uma moeda indexada que encurtaria os intervalos de reajustes dos preços. Reduzido os intervalos, os preços aumentariam de forma muito rápida, o que faria com que ninguém conseguisse se beneficiar do processo de remarcação dos preços e elevar sua participação na renda.

A moeda indexada funcionaria como um indexador universal, que serviria de parâmetro para que preços e rendimentos da economia se reajustassem. Sendo assim, haveria um alinhamento dos preços relativos, todos usando o mesmo indexador, e não mais haveria o problema de assincronia de reajustes. O fim da inflação poderia ser dado de maneira neutra, sem pressões futuras para recompensar possíveis perdas.

A nova moeda seria indexada, numa paridade de um para um, às ORTN, que por sua vez continuaria sendo corrigida pela inflação do último mês verificada na moeda velha. A troca entre a moeda nova e a antiga poderia ser feita a qualquer momento, dando credibilidade a nova moeda e evitando um aumento na velocidade de circulação da antiga.

A inflação se refletiria apenas na velha moeda, e não na nova, que teria seu poder de compra mantido constante em virtude da sua paridade com a ORTN. Os agentes ganhariam

confiança na nova moeda, pois além de manter seu poder de compra, ela se apreciaria diariamente em relação à moeda velha.

Tendo a moeda nova ganho a confiança dos agentes, seria a velha retirada de circulação, em um dia previamente determinado. Assim como as hiperinflações europeias, fonte de estudo da maioria desses economistas, o problema brasileiro acabaria sem maiores sacrifícios.

A política monetária deveria ser passiva, assim como na proposta do Choque Heterodoxo, para acomodar uma maior disposição do público em reter encaixes monetários, devido à confiança na nova moeda, refletida em uma redução na velocidade de circulação da moeda.

A proposta Larida sofreu muita resistência e críticas na época em que foi lançada. As principais críticas vieram de Simonsen (1985), que ressaltava a experiência húngara de 1946, em que a introdução de uma nova moeda levou a uma hiperinflação, além de achar que duas moedas causariam confusão transacional. Ele também destaca que de nada adiantaria combater a inflação inercial se não fossem resolvidos também o déficit público e a expansão monetária (SIMONSEN 1985, pág. 20-30).

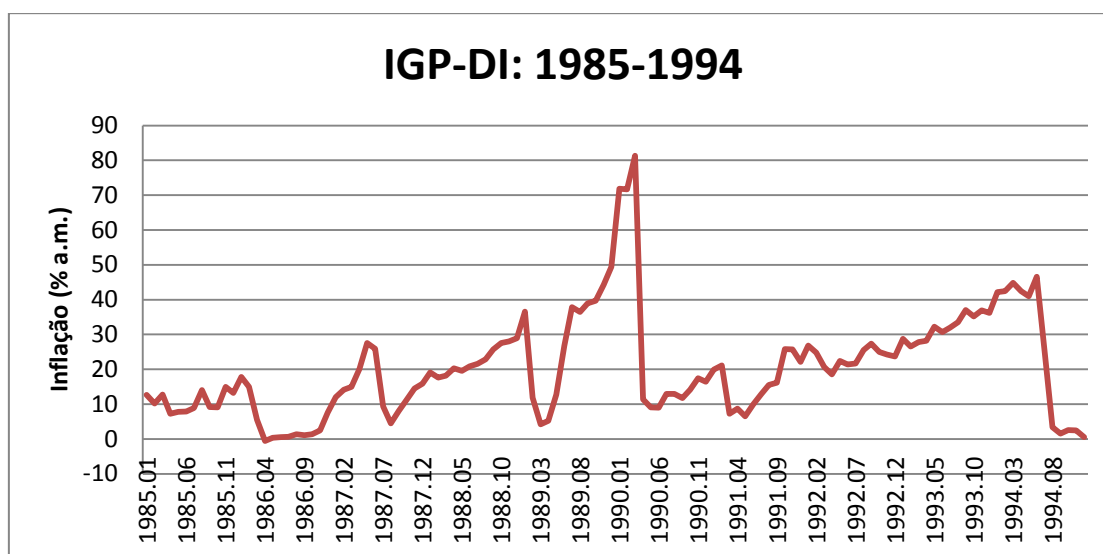
Lopes (MODENESI 2005, pág. 251 apud LOPES 1986) critica também a proposta, ressaltando seu caráter não compulsório. Dizia que a chave do sucesso estava nas fórmulas de conversão baseadas em valores reais médios que o governo imporia a si próprio e aos trabalhadores. Se a transição não fosse feita desta maneira, haveria risco de explosão inflacionária na moeda velha, que acabaria por contaminar a nova.

Curiosamente, a proposta que teve tanta resistência e foi tão criticada na época, viria a ser, com algumas adaptações e 10 anos mais tarde, a inspiração do bem sucedido Plano Real.

A inflação nesse período seguiu sua trajetória ascendente e aumentando a taxas cada vez maiores, refletindo a perda de confiança dos agentes, a deterioração das expectativas e do cenário econômico, principalmente após os planos baseados em congelamento de preços. Além disso, estes saltos cada vez mais largos representavam uma mudança no período de reajustes de preços e rendimentos, que se tornava cada vez mais curto devido ao

comportamento defensivo dos agentes diante da aceleração da inflação. Esta aceleração fez com que as taxas mensais fossem mais representativas que as anuais, pois refletiam melhor a perda de poder de compra da moeda, como evidenciado no Gráfico 3.

**Gráfico 3 – IGP-DI mensal: 1985 – 1994.**



Fonte: Ipeadata.

O IGP de 1985 fecha em 235%, e as taxas mensais de inflação em 1986 mostravam uma preocupante aceleração, quando foi implementado o Plano Cruzado, que represou momentaneamente o aumento dos preços, fazendo com que o índice fechasse o ano em 65%. Porém, após a falência do plano, a inflação chega a 415% em 1987, e a sucessão de planos para tentar contornar a situação só a fizeram piorar, com o IGP se acelerando para 1037% em 1988 e fechando 1989 em 1782% (ver Tabela 2).

Collor é eleito em 1989, nas primeiras eleições diretas após o regime de exceção. Todavia, seu governo foi bastante conturbado, com dois planos de estabilização que não foram bem sucedidos, assim como os precedentes. Além disso, devido a denúncias de corrupção, Collor é afastado e depois sofre o impeachment. Durante seu governo, as taxas de inflação seguem sua tendência, com o IGP de 1990 em 1476%, reduzindo para um crescimento de 480% em 1991, e voltando a se acelerar em 1992 e 1993, fechando em 1157% e inacreditáveis 2708%, respectivamente (Tabela 2). A deterioração do cenário político, consequentemente do econômico e das expectativas no período é evidente. Itamar Franco, vice de Collor, assume a presidência nos meses finais de 1992 e em 1993, com Fernando Henrique Cardoso na pasta da fazenda, inicia-se a estabilização da inflação no país.

**Tabela 2 – Indicadores Macroeconômicos: 1985-1994.**

Ano	Variação do PIB (%)	IGP-DI (%)	Dívida Externa Líquida (US\$ milhões)
1985	7,85	235,11	93.563
1986	7,49	65,03	104.443
1987	3,53	415,83	113.730
1988	-0,06	1037,56	104.371
1989	3,16	1782,89	105.827
1990	-4,35	1476,71	113.466
1991	1,03	480,23	114.504
1992	-0,47	1157,83	112.195
1993	4,67	2708,17	113.515
1994	5,33	1093,89	109.489

Fonte: Ipeada; elaboração própria.

## **CAPÍTULO III – O PLANO REAL E SUAS ÂNCORAS**

### **III.1 – Introdução.**

O Plano Real foi extremamente bem sucedido no que diz respeito ao controle inflacionário. Seu êxito em desarticular o amplo sistema de indexação se deveu a sua forma de abordar a inflação inercial, e a manutenção de níveis cadentes de inflação após a desindexação foi conseguida com escolhas objetivas da equipe econômica visando assegurar, acima de tudo, a estabilidade. O presente capítulo analisa o plano, fazendo um breve retrospecto de suas fases iniciais e depois focando nas escolhas relacionadas à âncora nominal que garantiria a manutenção do equilíbrio de preços.

### **III.2 - Breve Histórico do Plano Real.**

Após a demissão de três ministros, Fernando Henrique Cardoso (FHC) assume a pasta da Fazenda em maio de 1993, com a consciência de que seu maior desafio era a estabilização dos preços. Montou uma equipe com renomados economistas da PUC-RJ para superar o desafio, e os trabalhos começaram logo que possível. Dada à caótica situação, com as taxas mensais de inflação se acelerando de forma preocupante, não havia tempo a ser desperdiçado.

O Plano Real, desde a sua concepção, diferia das tentativas anteriores de estabilização. A começar pela causa principal da inflação, que para a equipe econômica era o desajuste das contas públicas (BACHA 1995, pág. 4). Sabia-se da necessidade de lidar com o componente inercial da inflação, porém era necessário um ajuste prévio das contas públicas, caso contrário o plano se veria seriamente ameaçado.

Outro ponto discrepante dos planos anteriores de estabilização foi a maneira de lidar com a desindexação. Enquanto os outros planos privilegiaram o congelamento de preços, inspirado na proposta do Choque Heterodoxo, o Real se inspirou na proposta da Moeda Indexada (Larida), com algumas adaptações.

O ajuste das contas públicas e a reforma monetária serviriam de precondições para o sucesso do plano, que posteriormente se baseou na adoção de âncoras nominais para

completar o processo de estabilização, inicialmente uma âncora monetária e posteriormente uma âncora cambial, como será visto mais adiante.

Modenesi (2005) sintetiza o plano como uma sucessão de três fases, que se iniciaram com a posse de FHC na fazenda e duraram até a crise cambial de 1999: ajuste fiscal; reforma monetária; e a adoção de âncoras nominais (MODENESI 2005, pág. 297). Já Bacha (1995) caracteriza as três fases de forma distinta: um mecanismo para equilibrar o orçamento; um mecanismo para alinhar os preços relativos, a Unidade Real de Valor (URV); e a introdução da nova moeda (BACHA 1995, pág. 7).

Como destaca Barros de Castro, ao analisar o desenvolvimento das três fases do plano: “Enquanto as duas fases iniciais do Real envolveram longo debate acadêmico e possuíam diversas inovações, a terceira fase se caracterizou por um conjunto de medidas superpostas, onde o governo agiu pragmaticamente, diante das condições que se impunham.” (BARROS DE CASTRO 2011b, pág. 142-43).

A primeira fase do plano, o ajuste fiscal, era visto pelos seus formuladores como condição fundamental para o sucesso da estabilização. De acordo com Bacha (1994, 1995) e Franco (1995), existia na economia brasileira o chamado *efeito Tanzi às avessas* ou, como ficou conhecido, efeito Bacha. Tratava-se de uma peculiaridade da economia nacional, e era caracterizado por uma relação inversa entre a taxa de inflação e o déficit público. Identificava-se um déficit potencial muito elevado, isto é, o déficit inserido na lei orçamentária aprovada pelo congresso. Porém, após a execução orçamentária, os déficits efetivamente observados eram apenas uma pequena fração dos valores orçados. A inflação atuava como sócia do Tesouro Nacional, possibilitando esta diferença observada no déficit. Nas palavras de Bacha:

“A inflação ajuda de duas formas na redução do déficit orçamentário aos valores efetivamente observados no fim do ano fiscal. Primeira, o orçamento embute uma previsão inflacionária bem menor do que a inflação efetivamente observada. Isso reduz o valor real das despesas a serem executadas, mesmo sem o controle do caixa. Já as receitas, por estarem indexadas, pouco sofrem com a inflação maior que a orçada. Segunda, por meio do controle do caixa, o Ministério da Fazenda adia a liberação das verbas orçamentárias para o final do ano ou mesmo para os restos a pagar no seguinte, desse modo fazendo com que o valor real dessas despesas seja adicionalmente reduzido pela inflação.” (BACHA 1994, pág. 9-10).

Dado que na época a inflação se encontrava em patamares extremamente elevados, uma queda abrupta resultaria num grande desequilíbrio orçamentário, gerando uma expansão

da demanda agregada e pressionando os preços. O processo de estabilização estaria ameaçado antes mesmo de começar.

Segundo Bacha:

“[...] o controle da inflação pressupunha que o governo equilibrasse seu orçamento *ex ante*, isto é, mostrasse a determinação política de cortar do orçamento os excessos de gastos que eram previamente erodidos pela inflação ou financiados pelo imposto inflacionário.” (BACHA 1995, pág. 5, grifo do original).

O ajuste fiscal seria importante ainda para mostrar um comprometimento do governo com a estabilização, e com isso influenciar as expectativas inflacionárias dos agentes. O governo tentava ganhar credibilidade para seu programa. Esta fase foi composta de dois esforços de ajuste fiscal, o Programa de Ação Imediata (PAI), que atuaria do lado das receitas, e o Fundo Social de Emergência (FSE), pelo lado das despesas.

O PAI tinha como objetivo reorganizar o papel setor público, bem como das suas relações com os setores da economia privada. Suas principais medidas foram a elevação da receita fiscal, com o Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF), a redefinição das relações entre a União e os estados e municípios, bem como do Banco Central com os bancos estaduais e municipais e a ampliação do Programa Nacional de Desestatização (PND) (MODENESI 2005, pág. 301).

É importante ressaltar que as privatizações serviriam para lidar com o estoque da dívida pública, sendo necessária a condução da política fiscal de forma alinhada com a redução dos déficits para lidar com o problema de fluxo da dívida.

Já o FSE procurava relaxar um pouco da rigidez orçamentária imposta pela Constituição de 1988. Sua importância residia no fato de não haver recursos tributários suficientes para o financiamento dos gastos sociais, o que poderia levar ao financiamento inflacionário dos mesmos. Sendo assim, o FSE propunha a desvinculação de algumas receitas da União, de forma a garantir maior liberdade na condução da política fiscal. Vale ressaltar que seu caráter emergencial se devia ao fato de se tratar de uma medida temporária, que passou a ser prorrogada sistematicamente, com outros nomes (MODENESI 2005, pág. 301). Hoje em dia leva o nome de Desvinculação de Receitas da União (DRU).

Já a segunda fase do Plano Real foi de extrema importância, por lidar justamente com a inércia inflacionária e com o problema de indexação da economia brasileira. Inspirada na proposta Larida, esta etapa tinha por objetivo eliminar o componente inercial da inflação e retomar a eficácia das tradicionais políticas de estabilização.

Segundo Modenesi, a longa duração e a intensidade do processo inflacionário brasileiro terminaram por gerar um amplo e complexo sistema de indexação de preços e rendimentos. Este sistema amenizava os efeitos negativos da inflação sobre a economia, porém tornava o processo inflacionário de difícil interrupção, dado o elevado peso do componente inercial. Porém, somente após a eliminação da inércia, a adoção de alguma âncora contribuiria para a estabilidade de preços (MODENESI 2005, pág. 303).

A percepção dos formuladores do plano era de que a estabilização deveria ser feita sem grandes violações ao funcionamento dos mercados, respeitando os contratos, sem congelamentos e sem pacotes surpresas. Tudo deveria ser feito de maneira clara e voluntária, sem imposições aos agentes econômicos.

Como destaca Arida (1996), a sucessão de congelamentos diminuiu o peso do componente inercial no processo inflacionário, pois os agentes começaram a antecipar possíveis planos aumentando precavidamente seus preços. As expectativas deixaram de focar o passado e passaram a mirar o futuro. Porém, na gestão do ministro da fazenda Marcílio Marques Moreira foram praticadas medidas gradualistas de caráter ortodoxo (*neogradualismo*), e o componente inercial voltou a ganhar peso (ARIDA 1996, pág. 338-9).

Como destaca Bacha (1995) o sistema de indexação da economia brasileira era marcado pela assincronia de reajustes, o que provocava uma grande dispersão de preços relativos. Neste cenário, uma interrupção da inflação levaria a efeitos distributivos de grande magnitude, o que poderia inviabilizar a estabilização no futuro, pois os perdedores certamente demandariam reajustes (BACHA 1995, pág. 9).

Além disso, tinha-se a percepção de que era mais fácil acabar com uma hiperinflação do que com inflações altas e institucionalmente enraizadas (BARROS DE CASTRO 2011b, pág. 147). Na alta inflação, os preços ainda tem alguma ligação com movimentos da inflação passada, enquanto numa hiperinflação os preços passam a seguir diariamente os movimentos



de outra moeda. Ou seja, perde-se o vínculo entre com a inflação passada, eliminando-se a memória inflacionária.

Objetivando simular uma hiperinflação, através do encurtamento do intervalo dos reajustes, foi lançada a Unidade Real de Valor (URV) em março de 1994. Ao contrário da proposta da Moeda Indexada, a URV não seria uma moeda plena, evitando assim a fuga entre a moeda velha e a nova. Ela funcionaria apenas como unidade de conta, servindo como um indexador universal para os contratos.

Desta maneira, grande parte dos preços passou a ser corrigido por este único indexador, permitindo um realinhamento dos preços relativos e a coordenação de expectativas dos agentes. O fim da inflação poderia se dar então de uma forma neutra do ponto de vista distributivo.

A paridade entre a URV e o cruzeiro real era fixada diariamente pelo Bacen, com base na perda de poder aquisitivo do cruzeiro real em relação a um conjunto composto por três índices de preços: Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M) da FGV; Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia Estatística (IBGE); e o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), calculado pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe). Tentava-se, assim, amenizar possíveis benefícios da utilização de apenas um índice sobre algum setor da economia.

Além disso, segundo Modenesi, introduziu-se uma banda cambial assimétrica cujo teto era igual a 1 URV, quando o Bacen se comprometeu a vender dólares sempre que a paridade URV/dólar se igualasse a 1 (MODENESI 2005, pág. 307). Como o sistema de indexação instituído não permitia uma dolarização da economia, essa paridade era necessária para manter a URV atrelada a uma referência estável de valor, de forma a lhe dar credibilidade.

Os preços finais dos produtos deveriam ser obrigatoriamente expressos em cruzeiros, sendo a cotação em URV facultativa. Esta medida tentava evitar um encurtamento excessivo dos reajustes, o que aceleraria demais a inflação. Segundo Franco (1995) introduziu-se assim custos de cardápio, o que diminuía as remarcações constantes (FRANCO 1995, pág. 50).

Os salários foram convertidos pela média dos valores reais obtidos nos quatro meses anteriores a março, e ficaram fixos em URV, sendo pagos pela URV do dia do vencimento. Isso correspondeu a um reajuste mensal dos salários. Já os novos contratos passaram a ser cotados em URV, sendo facultativa a conversão dos já existentes.

A política monetária, ao contrário do sugerido na proposta Larida, passou a ser restritiva, para conter o *boom* de consumo natural aos processos de estabilização. Dessa forma, o governo optou por aumentar as taxas reais de juros e elevar os depósitos compulsórios.

No dia 1º de Julho de 1994, a URV se tornou uma moeda plena sob o nome de real, completando assim a reforma monetária. A estratégia de adotar uma unidade de conta estável para eliminar a memória inflacionária se mostrou bem sucedida, uma vez que as taxas de inflação verificadas após a introdução da nova moeda se mostraram bem inferiores às registradas anteriormente. Houve, porém, uma aceleração da inflação no último mês da URV, devido ao temor de um novo congelamento de preços e o resíduo inflacionário que restou dos reajustes de mensalidade escolares, planos de saúde e aluguéis (BACHA 1995, pág. 13).

A segunda fase do Plano Real se mostrou crucial para o sucesso do plano. A reforma monetária não eliminou completamente a indexação da economia brasileira, mas a reduziu bastante, assim como o componente inercial da inflação. Sendo assim, ela foi de extrema importância para recobrar a eficácia das políticas usuais de combate à inflação. A terceira fase do plano, adoção de âncoras nominais para balizar expectativas e preços, só foi possível devido à reforma monetária e a redução do peso da inflação inercial.

A análise das âncoras nominais adotadas é assunto para a próxima seção, que englobará o período de adoção das âncoras monetária e cambial, bem como da tentativa da adoção de uma *âncora fiscal*. A monetária durou apenas três meses, enquanto a âncora cambial foi parte crucial do combate inflacionário e da dinâmica econômica brasileira até o ataque especulativo, seguido de crise cambial de 1999.

### III.3 - Âncora fiscal?

A *âncora fiscal* não é considerada uma âncora propriamente dita, mas também funciona como mecanismo coordenador de expectativas inflacionárias dos agentes econômicos. A ideia por trás desse raciocínio é que, ao equilibrar as contas públicas, o governo passa a imagem para os agentes de que está empenhado em fazer seu papel, reduzindo pressões de demanda sobre os preços. Busca-se assim credibilidade para medidas anti-inflacionárias.

Na seção anterior destacou-se a avaliação da equipe formuladora do Real de que a causa primordial da inflação eram os déficits públicos. Ressaltou-se também que se considerava o ajuste fiscal como condição para a estabilização. Todavia, esta ocorreu sem que um ajuste duradouro e consistente das contas públicas tivesse sido feito.

A primeira fase do Real foi caracterizada por um ajuste fiscal temporário, baseado no FSE e no PAI, que atuaram respectivamente sobre as despesas e sobre as receitas do governo. O objetivo de tal ajuste era estabelecer uma ponte para a estabilidade, mediante um esforço fiscal que desse um lastro para o programa de estabilização, mostrando o comprometimento do governo com a busca do controle de preços.

Paralelamente a este esforço fiscal de curto prazo, esperava-se a aprovação de medidas estruturais pelo Congresso, que possibilitariam o estabelecimento de bases sólidas e permanentes de equilíbrio das contas do governo. Esta ideia é ressaltada por Ramos:

“[...] a opção da política fiscal foi pela via de menor resistência, ou seja, a adoção de medidas temporárias de ajuste que objetivavam ampliar a capacidade de gestão das contas públicas enquanto as reformas estruturais, que deveriam garantir bases sólidas para o ajustamento de longo prazo do setor público, seriam encaminhadas para votação no Congresso.” (RAMOS 2001, pág. 47).

Podem ser destacadas as seguintes reformas estruturais que avançaram no período 1994-98: reformas constitucionais de ordem econômica, propiciando um novo perfil de atuação para o Estado brasileiro no campo econômico, além de criar condições legais para a ampliação do Programa Nacional de Desestatização; elaboração de uma agenda de reestruturação das contas dos estados; aprovação da reforma administrativa, cujo principal objetivo era fornecer os instrumentos necessários à redução das despesas com pessoal; e a

aprovação da reforma previdenciária, considerada fundamental para controlar uma das principais focos de geração do déficit primário. (RAMOS 2001, págs. 51-52).

O fato foi que no período entre 1994-1998 as contas públicas sofreram forte deterioração - apesar do relativo sucesso do governo em aumentar suas fontes de arrecadação, com a carga tributária passando de 22% do PIB em 1994 para mais de 30% em 1998 (BELLUZZO e ALMEIDA 2002, pág. 390-1) - com o superávit primário passando de 5,21% do PIB em 1994 para 0,01% em 1998 (Tabela 3). Esta deterioração se deu em paralelo a queda acentuada das taxas de inflação, evidenciando que o ajuste fiscal não era realmente pré-condição para a estabilização, muito menos que as expectativas inflacionárias dos agentes eram influenciadas pelo esforço fiscal. Todavia, tamanha deterioração fiscal certamente influenciou o ataque especulativo que sepultou o regime de âncora cambial no início de 1999.

A forte deterioração do superávit primário, em um contexto de juros altos e com fim do imposto inflacionário, acabou levando também a deterioração da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), que por sua vez encadeou a elevação da dívida pública líquida, que passa de 30% do PIB em 1994 para 39% em 1998 (ÁLEM e GIAMBIAGI 2008, pág. 137). Vale destacar que a deterioração dos indicadores fiscais se deu apesar do processo de privatizações que se encontrava em curso, e que seriam muito piores caso tal processo não estivesse ocorrendo (BELLUZZO e ALMEIDA 2002, pág. 391).

O FSE e o PAI contribuíram de forma incisiva para a melhora do superávit primário de 1994, que foi de 5,21% ante 2,2% em 1993. Ramos (2001) destaca que o aumento do superávit se deve, sobretudo, ao sucesso conseguido pelo governo em aumentar suas receitas, porém através de instrumentos transitórios, como a introdução de impostos e contribuições provisórias, elevação temporária de alíquotas e obtenção de receitas extraordinárias, originadas na concessão de serviços públicos a empresas privadas (RAMOS 2001, pág. 49).

Porém, todo o esforço fiscal do início dos anos 1990 logo foi jogado fora devido à falta de coordenação das políticas econômicas e da política fiscal expansiva praticada ao longo do período 1994-98.

Muito se debateu a respeito da influência da política monetária restritiva, que prevaleceu durante todo o período, principalmente após conturbações nos mercados

financeiros internacionais, sobre a piora dos resultados fiscais. Belluzzo e Almeida (2002), Modenesi (2005), destacam essa visão, onde os juros altos acabaram aumentando os encargos financeiros do governo, o que contribuiu para a deterioração dos resultados fiscais (BELLUZZO e ALMEIDA 2002, pág. 390; MODENESI 2005, pág. 333). Giambiagi (2011) mostra a outra visão, ao analisar a média dos juros e da NFSP dos períodos 1991/1994 e 1995/1998 e argumentar que somente um quarto (25%) da piora dos indicadores fiscais se deve a despesas com juros, enquanto três quartos (75%) decorreram da deterioração do resultado primário (GIAMBIAGI 2011, pág. 172-3). Schwartzman (1999) defende também que grande parte do resultado fiscal se deve a piora do resultado primário (SCHWARTSMAN 1999, pág. 18). Além e Giambiagi (2008) e Schwartzman (1999) realçam, porém, que o peso dos juros nos anos de 1997 e 1998 passa a ser o fator que mais explica a NFSP (ALÉM e GIAMBIAGI 2008, pág. 138, SCHWARTSMAN 1999, pág. 20). A Tabela 3 resume os principais indicadores fiscais do período.

As causas mais importantes do incremento dos gastos públicos no período foram: o aumento das transferências a estados e municípios, devido à crise fiscal enfrentada pelos estados, com maiores despesas com funcionalismo e inativos; aumento dos gastos com benefícios previdenciários; e aumento das outras despesas de custeio e capital (OCC), principalmente após 1995, com o aumento de gastos com educação, transportes e reforma agrária. (ALÉM, GIAMBIAGI 2008, pág. 141-153; SCHWARTSMAN 1999, pág. 19). Ramos (2001) ressalta ainda os gastos com pessoal e encargos da União (ativos e inativos) e os maiores gastos na OCC (RAMOS 2001, pág. 50). Bacha (1997) e Além e Giambiagi (2008) destacam a elevação do salário mínimo para R\$100,00, reajustado 10% acima do IPC-r (índice criado para reajustar salários), que beneficiaram também os benefícios previdenciários. Esse reajuste explica o aumento dos gastos com o funcionalismo e inativos (ALÉM e GIAMBIAGI 2008, pág. 150-1; BACHA 1997, pág. 181).

**Tabela 3 – Indicadores Fiscais.**

<b>Ano</b>	<b>Resultado Primário</b>	<b>Juros Setor Público</b>	<b>NFSP</b>
1994	5,21	29,88	24,67
1995	0,24	6,79	6,55
1996	-0,09	5,24	5,33
1997	-0,88	4,62	5,5
1998	0,01	6,98	6,97

Fonte: Giambiagi (2011) pág. 173.

O resultado primário, que em 1994 foi de 5,21% do PIB cai pra 0,24% em 1995, e passa a ser deficitário em 1996 e 1997, de 0,09 e 0,88. Em 1998 ele volta a ser ligeiramente positivo, 0,01%. Os juros pagos pelo setor público foram de 29,88% do PIB em 1994, passando para 6,79% em 1995, 5,24% em 1996, 4,62% em 1997 e 6,98% em 1998. Já a NFSP, que em 1994 era 24,67% do PIB passa para 6,55% em 1995, 5,33% em 1996, 5,50% em 1997 e 6,97% em 1998 (GIAMBIAGI 2011, pág. 173). Pode-se perceber a enorme deterioração do resultado primário, sendo o principal componente da piora da NFSP entre 1994 e 1997. Já de 1997 para 1998, destaca-se a grande elevação das despesas com juros.

A conclusão que pode ser tirada é que, apesar da incrível deterioração fiscal observada no período, tanto pela política fiscal expansionista praticada quanto pela elevação dos encargos com juros, o ajuste fiscal não foi pré-condição para a estabilização, como preconizado pela equipe do governo antes do plano. Ou seja, como não se verificou um ajuste fiscal de forma consistente, pode-se concluir que não houve uma *âncora fiscal*. Todavia, como destaca Belluzzo e Almeida (2002) ao comentarem a falta do ajuste: “a estabilização ficou a cargo da sobreutilização da taxa de câmbio nominal e das taxas de juros elevadas como instrumento únicos da desinflação.” (BELLUZZO e ALMEIDA 2002, pág. 389).

### **III.4 - Âncora Monetária.**

A Medida Provisória nº 542 (MP do Real), além de dar curso legal ao real, estabelecia os limites de emissão e as condições de lastreamento, com o objetivo de garantir a estabilidade da nova moeda. Entre as principais medidas da MP destacam-se: adoção de metas para a base monetária, que poderiam ser alteradas em até 20% pelo CMN; o lastreamento da base monetária em reservas internacionais; o estabelecimento de uma base fixa entre o real e o dólar, que poderia ser alterada pelo CMN; e a modificação na composição do CMN.

(MODENESI 2005, pág. 308-9). Esperava-se adotar, após a desindexação, uma âncora monetária como mecanismo de comprometimento da política monetária. Esse mecanismo, porém, já era visto como obsoleto, uma vez que seu uso nos anos 1970-80, na maioria dos casos, não logrou êxito.

Franco argumenta: “Tratava-se de enunciar alguns elementos de uma âncora monetária, indicando [...] que o Plano Real poderia efetivamente caminhar [...] para um sistema com âncora monetária e taxa de câmbio flexível.” (FRANCO 1995, pág. 68).

O autor ressalta ainda que, muito mais importante que estabelecer limites para a emissão de moeda era a tentativa de redefinir o mecanismo institucional através do qual Executivo e Legislativo estabelecem diretrizes explícitas e transparentes para o processo de criação de moeda. (FRANCO 1995, pág. 70).

A MP do Real, quando lançada, recebeu muitas críticas de economistas, argumentando que o plano teria uma grave inconsistência teórica ao lançar, simultaneamente, âncoras monetária e cambial em uma economia com livre mobilidade de capital. Porém, como mais tarde ficou claro, tal inconsistência não ocorreu, pois o Bacen deixou de intervir no mercado de câmbio, deixando a determinação pelas forças do mercado.

A tentativa de adoção de uma âncora monetária não foi bem sucedida. As metas de expansão da base monetária foram sucessiva e amplamente ultrapassadas durante o primeiro trimestre de vigência, entre julho e setembro de 1994 (MODENESI 2005, pág. 311). Além disso, devido ao forte fluxo de capitais externos para o país, a taxa de câmbio sofreu considerável apreciação, pois o banco central não estava intervindo no mercado, tentando manter suas metas de emissão.

A principal razão para o fracasso do regime de metas monetárias foi a dificuldade de mensuração do processo de remonetização pelo qual passaria a economia. A transição de uma situação de alta inflação para um regime de estabilidade implica na redução da velocidade de circulação da moeda, uma vez que os agentes passam a reter mais encaixes monetários. Essa intensa redução na velocidade de circulação da moeda rompe a relação entre os agregados monetários e o nível geral de preços, impedindo a determinação *ex ante* de qual o volume de

oferta monetária seria compatível com a estabilidade de preços. (MODENESI 2005, pág. 310).

A âncora monetária se mostrou disfuncional, pois além de ultrapassar sistematicamente as metas estabelecidas, permitiu uma apreciação considerável do câmbio. A necessidade de mudanças ficou clara, e substituiu-se a âncora monetária pela cambial.

#### **III.4 - Âncora Cambial.**

Como visto no transcorrer do presente capítulo, o Plano Real conseguiu, de forma bastante engenhosa, lidar com o problema inercial da inflação, dismantelando o amplo sistema de indexação formal e informal presente no país. Todavia, devido ao longo histórico de inflação alta e crônica, que resultava na descrença por parte do público quanto a autoridade monetária, fazia-se presente a necessidade da adoção de alguma âncora nominal que coordenasse as expectativas inflacionárias dos agentes. Como o país havia passado ainda por uma reforma monetária, esta necessidade era reforçada, uma vez que os agentes precisavam de um padrão para balizar a formação de preços. (MODENESI 2005, pág. 312).

A tentativa de um ajuste fiscal duradouro e consistente não deu certo, como analisado. A âncora monetária, tentada durante três meses, também não logrou êxito. Como já mencionado, a MP do Real ainda tinha mais uma âncora na qual se amparar, a âncora cambial.

Como destacado por diversos autores, o elemento básico do Plano Real, após lidar com o problema inercial da inflação, foi o uso da âncora cambial. (BELLUZZO e ALMEIDA 2002, pág. 365; BATISTA JR. 1996, pág. 129-30 MODENESI 2005, pág. 313; SILVA 2002, pág. 6, SOUZA 1999, pág. 45). Esta estratégia, porém, foi sofrendo desgaste ao longo do período 1994-98, e culminou com a liberalização um tanto traumática do câmbio em 1999, após um ataque especulativo.

Ao contrário de outros países, principalmente da América Latina, que usaram âncora cambial para estabilização, o Brasil não adotou um regime rígido de conversibilidade. Como destaca Modenesi (2005), o regime cambial brasileiro passou por quatro etapas que corresponderam, com exceção da primeira, a uma flexibilização gradual do regime de âncora



cambial: câmbio flexível, enquanto vigorou o regime de metas monetárias; taxa de câmbio fixa; banda cambial deslizante; e banda cambial rastejante (MODENESI 2005, pág. 313).

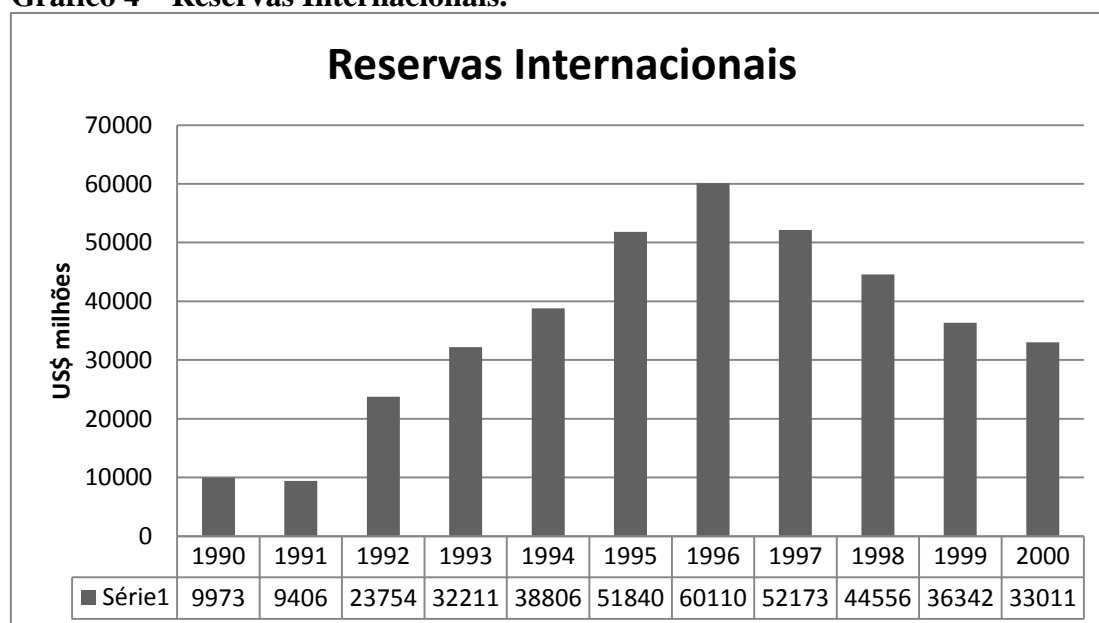
Voltando um pouco no tempo, pode-se concluir que havia boas condições para a implementação de uma âncora cambial no país. No primeiro capítulo deste trabalho foram expostas algumas precondições para a adoção de uma âncora cambial, a saber: abertura comercial e financeira, nível de reservas adequado e política cambial realista. Verificavam-se no Brasil as duas primeiras condições, que ainda foram ampliadas ao longo dos anos de 1994-98, porém, a política cambial realista realmente não ocorreu.

A abertura comercial e financeira do país começa, de forma mais visível, no governo Collor. O contexto internacional do início dos anos 1990 era de ideias neoliberais, expressas pelo Consenso de Washington, que, em linhas gerais, preconizava uma política econômica responsável e ampla liberalização comercial e financeira, além da redução do papel do Estado na economia. Sendo assim, Collor inicia a abertura do mercado nacional, continuando o processo de liberalização das importações iniciados no governo Sarney, além de tomar outras medidas, como o fim dos controles quantitativos de importação e a redução gradual, ao longo dos anos, das tarifas de importação. (BARROS DE CASTRO 2011b, pág. 137). Nesse contexto também se iniciam as privatizações no Brasil, visando reduzir a participação do Estado na atividade econômica.

Outro fator de importância à constituição de uma âncora cambial foi o Plano Brady, que tinha como elemento essencial a reestruturação da dívida soberana dos países devedores, principalmente os emergentes. Esse plano consistia basicamente na consolidação da dívida antiga, sendo trocada por uma nova de prazo mais longo e com redução no encargo, seja através de abatimentos do principal ou alívio nos juros. O fato foi que a renegociação da dívida alterou substancialmente as condições de liquidez internacional para os países emergentes, inclusive o Brasil, que completa sua renegociação em 1994. Este acontecimento foi de extrema importância para a estabilização, como destaca Bastos: “O Plano Real pode creditar seu sucesso à mudança da restrição externa internacional [...]” (BASTOS 2001, pág. 233). Não só o Brasil, mas diversos países da América do Sul conseguiram lidar com a inflação neste contexto, com a retomada dos fluxos de capitais e o uso de uma âncora cambial.

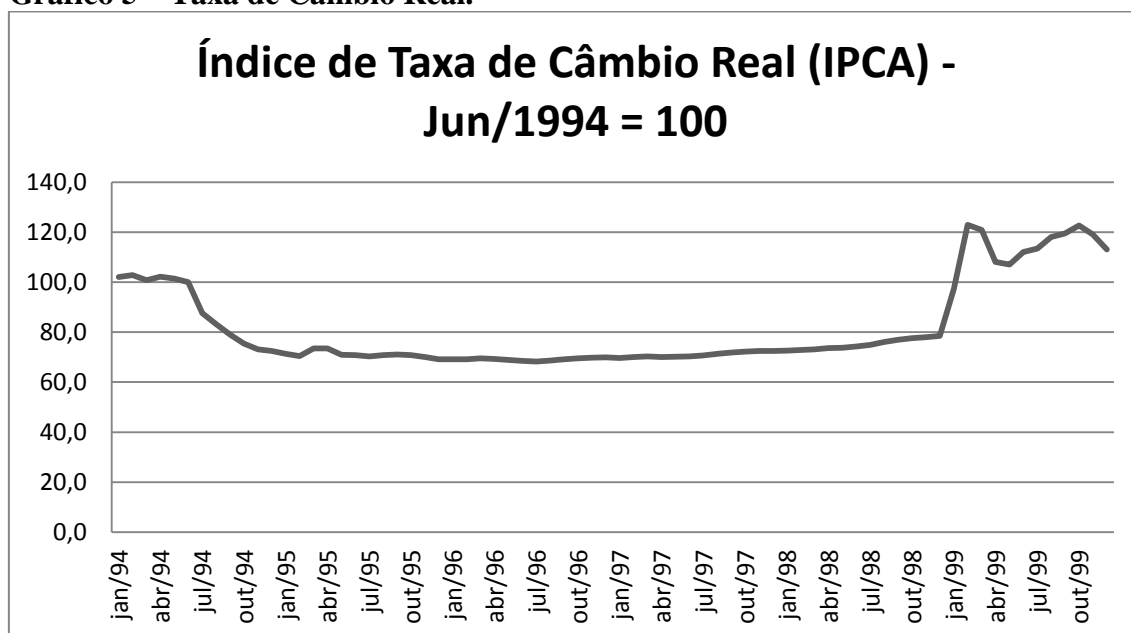
O cenário externo na primeira metade dos anos 1990 era muito mais propício aos países emergentes do que foi ao longo de toda a década de 1980. Os fluxos de capitais externos se ampliaram de forma significativa, propiciando acumulação de reservas internacionais por parte dos emergentes. Em 1994, o contexto internacional era de abundância de liquidez e o Brasil se encontrava com um elevado patamar de reservas, por volta de US\$40 bilhões, “dos quais cerca de 70% haviam sido constituídos desde a posse de Fernando Henrique Cardoso como Ministro da Fazenda.” (BATISTA JR. 1996, pág. 135). Este fato pode ser confirmado no Gráfico 4 abaixo.

**Gráfico 4 – Reservas Internacionais.**



Fonte: Ipeadata.

Sendo assim, verificavam-se as precondições necessárias para a adoção de uma âncora cambial no país, uma vez que a economia já havia começado o seu processo de abertura comercial e financeira, e os níveis de reservas nunca haviam sido tão altos. Porém, ainda existia o problema do realismo cambial, uma vez que a taxa de câmbio prevalecente durante todo o período da âncora cambial esteve sobrevalorizada, como indica o Gráfico 5.

**Gráfico 5 – Taxa de Câmbio Real.**

Fonte: Bacen.

O período em que se verificou, de forma mais intensa, a apreciação cambial foi quando se tentou estabelecer no país um regime de metas monetárias, no qual o Bacen se absteve de intervir no mercado monetário e deixou a determinação da taxa de câmbio ocorrer pelas forças de mercado<sup>4</sup>. Todavia, num contexto de ampla liquidez internacional, em que se multiplicavam as inovações financeiras e as securitizações e que ressurgia os mercados de bônus em escala global, o fluxo de capitais para o Brasil era intenso, representando 2% do PIB anuais em média entre 1992-94 (FRANCO 1995, pág. 60). Como o Bacen havia deixado de intervir, verificou-se no período uma forte apreciação nominal do câmbio.

Diante dessa apreciação cambial, o governo tomou algumas providências, no sentido de limitar a entrada de capitais e também de aumentar a demanda por divisas. Foram tributadas as entradas de capitais, com alíquotas diferenciadas por modalidade, bem como foram retiradas restrições das mais variadas ordens, como a remessa para o exterior de natureza comercial e financeira e obstáculos que restringiam investimentos no exterior. Além disso, seguiu-se adiante na liberalização das importações, seja através da redução de tarifas ou da desburocratização e remoção de barreiras não tarifárias. (FRANCO 1995, pág. 62-3).

<sup>4</sup> Modenesi (2005) ressalta que na verdade havia uma banda assimétrica, mas como o Bacen não interviu no mercado, observou-se na verdade um regime de câmbio flutuante

Após um período sem intervir no mercado cambial, o Bacen passa a realizar sistematicamente compra de dólares, ampliando suas reservas internacionais (Gráfico 4) e evitando que o câmbio se apreciasse ainda mais. Tem-se a segunda fase da âncora cambial, com o câmbio estável em 0,84 centavos de reais por dólar. Esta fase dura até o fim de 1994, quando a Crise Mexicana impacta os mercados financeiros mundiais, com efeitos sobre o fluxo de capitais para os países emergentes.

O Bacen promove então uma importante flexibilização do mercado cambial em março de 1995, diante da perda de reservas internacionais, adotando um sistema de bandas deslizante (terceira fase). Desvaloriza-se a moeda em 5% e adota-se uma banda larga de flutuação. As intervenções no câmbio passam a ser diárias, manipulando a taxa dentro da banda larga, de forma a estabelecer uma minibanda de flutuação.

Por volta do final de 1995, o governo realiza nova modificação no regime cambial, inaugurando a quarta fase da âncora, que dura até a crise de 1999. As minibandas assumem uma inclinação positiva e passam a ser sistematicamente reajustadas, de forma que as desvalorizações do real convergiram para 0,6% ao mês. Observa-se uma iniciativa do governo corrigir o câmbio, porém de uma forma muito lenta e gradual, o que acabou expondo o país a problemas no balanço de pagamentos.

Como destaca Modenesi:

“A política cambial tinha diretrizes bem definidas e a adoção de variantes do regime monetário de metas cambiais significou apenas que o grau de ancoragem da economia foi sendo programado e progressivamente reduzido, à medida que o processo de estabilização se consolidava e as condições internacionais de liquidez se deterioravam.” (MODENESI 2005, pág. 324).

Ocorre também no período uma apreciação da taxa de câmbio real, fenômeno geralmente associado à âncora cambial (HERMANN 1999, pág. 476). Devido ao diferencial da inflação externa para a nacional, que demora um tempo para convergir, verifica-se uma apreciação da taxa e câmbio real, se a desvalorização do câmbio nominal não for compatível com o diferencial da inflação. A teoria se comprovou no Brasil, porém o ajuste não se deu pela taxa nominal de câmbio, mas sim pela queda da inflação. As desvalorizações nominais eram menores que a queda da inflação, o que depreciava lentamente o câmbio real. (SOUZA 1999, pág. 49). O governo tentou se defender argumentando que o novo arranjo

macroeconômico, com maior fluxo de capitais e abertura comercial, que elevou a produtividade das empresas, levou a uma nova taxa de câmbio de equilíbrio mais apreciada. (SOUZA 1999, pág. 47-48).

No período 1994-98, ocorreram três crises que afetaram fortemente os mercados financeiros internacionais, com graves impactos nos países emergentes que adotavam, em algum grau, âncoras cambiais: a Crise do México, em dezembro de 1994; a Crise na Ásia, ao longo de 1997; e a Crise da Rússia em agosto de 1998.

A cada crise o governo brasileiro se defendia da mesma forma: aumentando a taxa de juros de maneira a evitar uma fuga de capitais, uma vez que as reservas eram compostas, sobretudo, de capitais de curto prazo e especulativos (*hot money*) (BATISTA JR. 1996, pág. 150). Alguns autores chegam a defender a ideia de que os juros altíssimos praticados durante o período do Real funcionaram como uma segunda âncora para os preços (BARROS DE CASTRO 2011b, pág. 154).

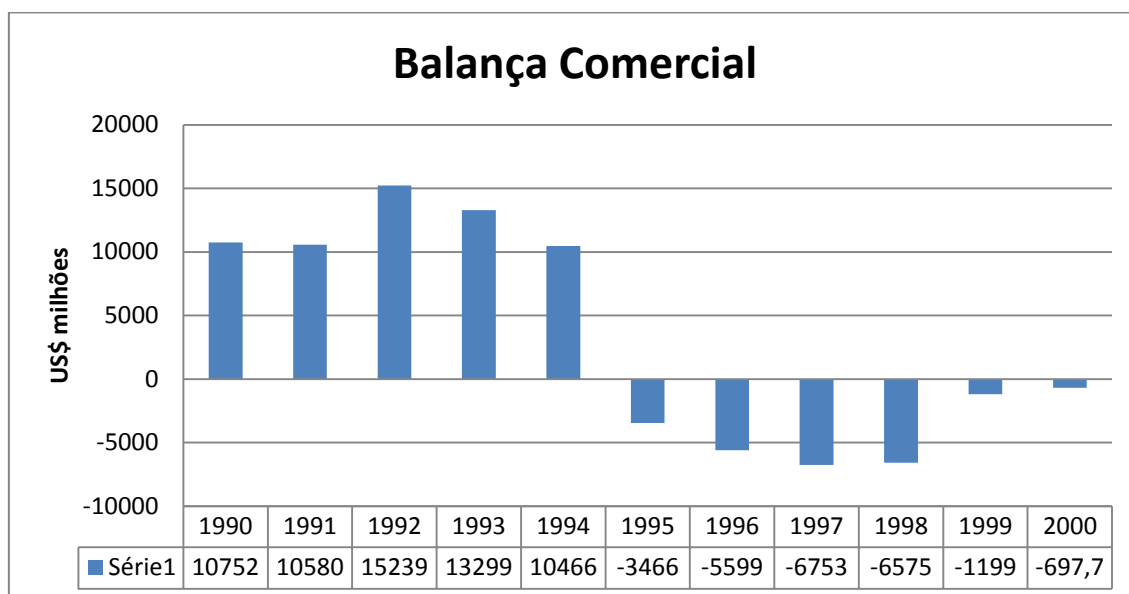
Os juros em níveis restritivos prevalecentes durante essa fase foram cruciais para manter o funcionamento da âncora cambial, principalmente devido aos ataques sofridos após cada turbulência nos mercados. Como destacam Belluzzo e Almeida (2002) a política monetária ficou imobilizada, passando a ser ditada de acordo com a situação cambial. Porém, essa dinâmica impactou fortemente o lado real da economia, principalmente o setor industrial, as contas externa e as finanças públicas (BELLUZZO e ALMEIDA 2002, pág. 369).

A estratégia de política econômica adotada entre 1994 e 1998 se baseou nos seguintes fatores: âncora cambial, com a taxa de câmbio sobrevalorizada; abertura comercial e financeira, possibilitando livre mobilidade de capitais para país e a concorrência dos produtos importados; e juros altos, dando sustentabilidade à política cambial.

A conjugação do câmbio valorizado com a abertura da economia provocou um deslocamento da demanda interna para produtos importados, forçando para baixo os preços nacionais. Essa estratégia serviu muito bem ao propósito de controle inflacionário, porém teve sérias consequências sobre os produtores nacionais, com disrupção de cadeias produtivas e desestimulando a produção em setores voltados para a exportação. (BELLUZZO e ALMEIDA 2002, pág. 377-80). Logo foram sentido os impactos no mercado de trabalho, com

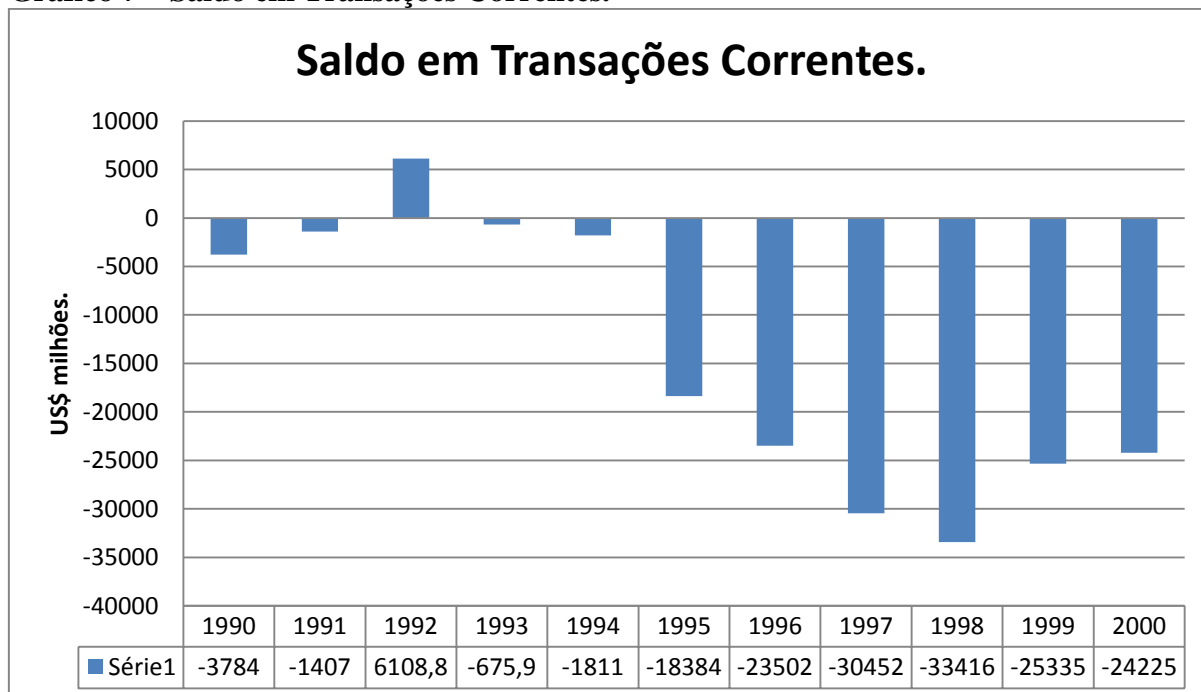
o desemprego aumentando ao longo do período. Como ressalta Silva ao analisar o período: “A queda do crescimento no Brasil foi responsável pela elevação da taxa de desemprego aberto ao longo dos últimos anos.” (SILVA 2002, pág. 13).

**Gráfico 6 - Balança Comercial.**



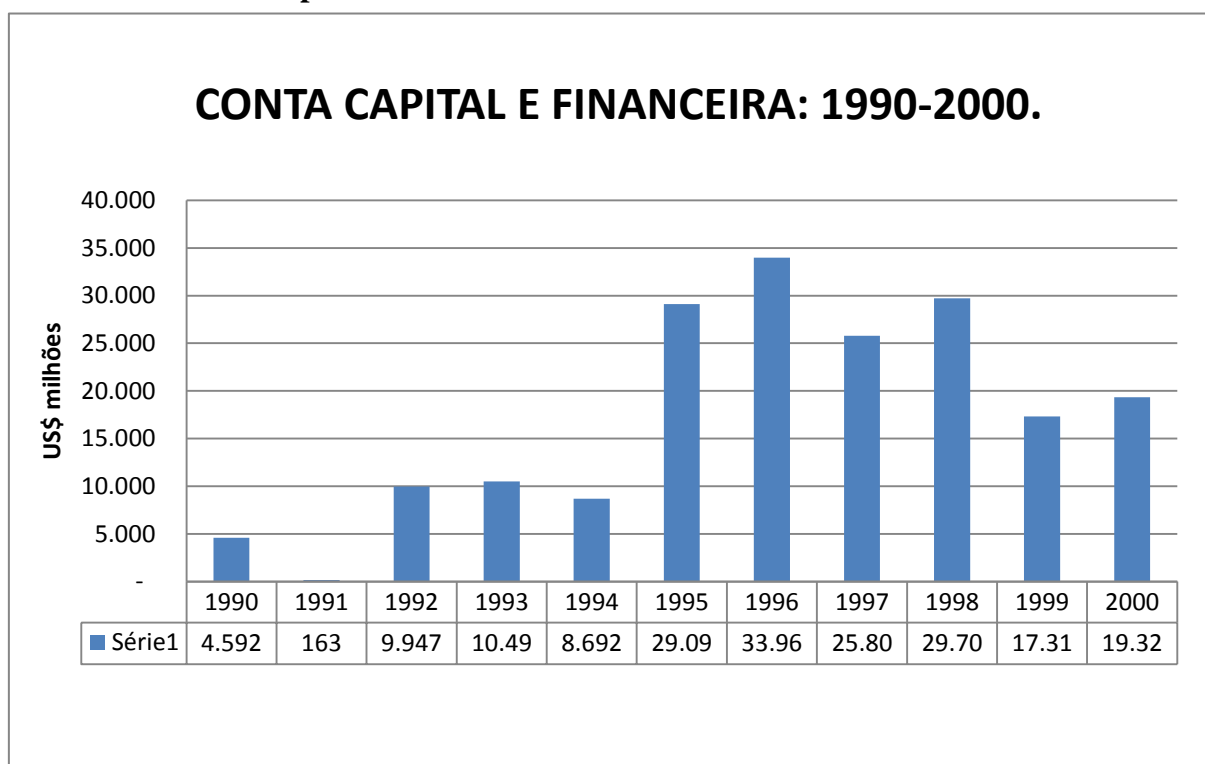
Fonte: Ipeadata.

O resultado do câmbio apreciado também se fez sentir no BP. A balança comercial, que em 1994 registrou superávit, passa a ser deficitária até 1998, como mostra o Gráfico 6. Para piorar, o acúmulo de passivos externos implicava em despesas crescentes com juros, lucros e dividendos, contribuindo com a depreciação do saldo em transações correntes, que passa de um déficit de US\$1,8 bilhões em 1994 para um déficit de US\$33,4 bilhões em 1998 (Gráfico 7). Esses déficits conseguiam ser financiados por superávits na conta capital e financeira até 1996 (Gráfico 8), mantendo o resultado do BP no campo positivo e ampliando as reservas internacionais do país. Porém, as entradas de capitais não foram mais suficientes para cobrir os rombos nas transações correntes a partir de 1997, resultando em déficits no BP em 1997 e 1998. Essa mudança de cenário foi devido à deterioração das expectativas ao longo do ano de 1997, em consequência da crise que atingiu os países asiáticos e espalhou incertezas nos mercados ao redor do mundo.

**Gráfico 7 – Saldo em Transações Correntes.**

Fonte: Ipeada.

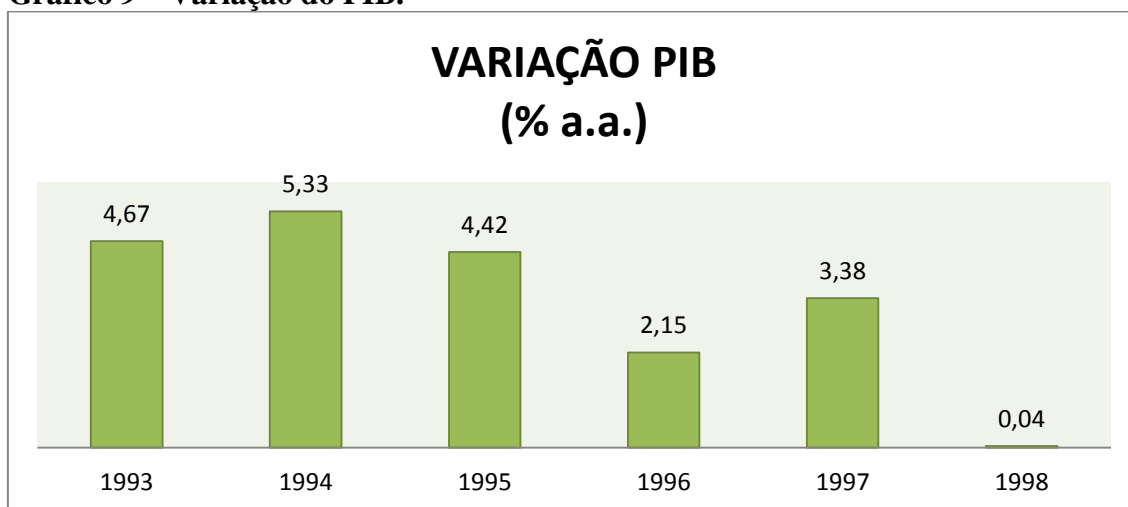
Cabe aqui ressaltar um ponto crucial para o sucesso da estratégia do plano, mais precisamente para o uso da âncora cambial. Os déficits crescentes na balança comercial e na conta corrente – resultado do câmbio sobrevalorizado e da concorrência de produtos importados - foram compensados pela entrada de capitais externos através da conta capital e financeira, não pressionando assim a política de administração do câmbio. Esses influxos de capital externo somente foram possíveis devido a retomada de financiamento para os países emergentes propiciada pelo Plano Brady, que reabriu os mercados financeiros dos países em desenvolvimento para o capital internacional. Além disso, a abertura financeira implementada pelo governo, aliada aos altos juros praticados, permitiu que os capitais fluíssem para o país sem obstáculos.

**Gráfico 8 – Conta Capital e Financeira.**

Fonte: Ipeadata.

Já as altas taxas de juros impactaram o desempenho econômico ao longo do período, que ficou sujeito às reversões da política monetária, como indica o Gráfico 9. A economia cresceu 5,3% em 1994, confirmando a teoria econômica que prevê um boom de consumo e crescimento após a estabilização baseada em âncora cambial. O ano de 1995 fecha com crescimento de 4,4% do PIB, uma boa taxa, porém já refletindo a redução do ritmo de crescimento resultante do aperto monetário conduzido ao longo do ano. Em 1996 a desaceleração do crescimento fica ainda mais evidente, e o PIB cresce apenas 2,2%. Ocorre uma ligeira recuperação em 1997, atingindo 3,4% de crescimento. Porém, refletindo as dificuldades que o país enfrentou no fim de 1997 e ao longo de 1998, com a moratória russa e suas repercussões, o PIB fica estável em 1998.



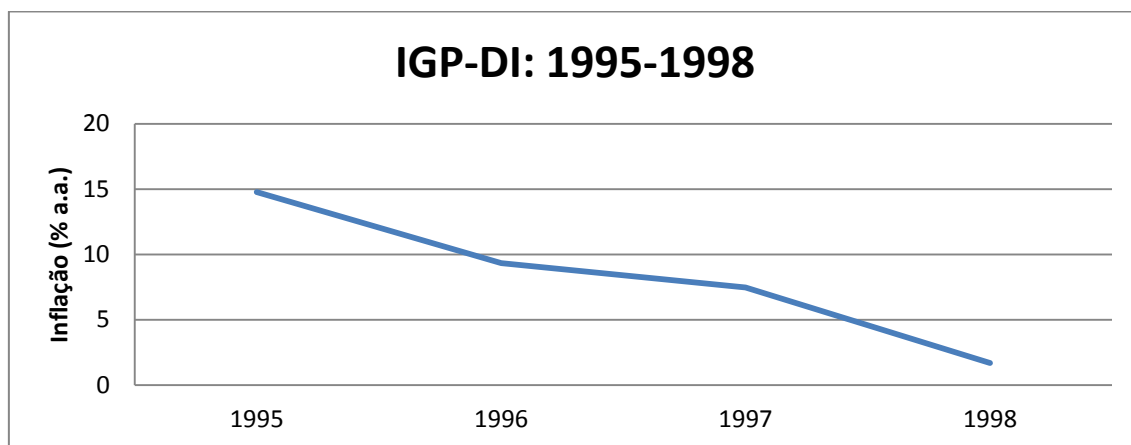
**Gráfico 9 – Variação do PIB.**

Fonte: Ipeadata.

Outro impacto dos juros altos se fez sentir nas contas públicas. Como mostrado neste capítulo, a deterioração dos resultados fiscais se deve, em parte, ao aumento das despesas com juros sobre a dívida pública. Essa conjugação de juros altos com desaceleração econômica acarretou uma onda de inadimplência que atingiu fortemente o setor bancário. (BATISTA JR. 1996, pág. 159-60).

Apesar dessa deterioração do quadro econômico, a âncora cambial atingiu o seu principal objetivo: a estabilização da inflação. Os índices de preços registraram queda durante o período analisado, com a inflação convergindo para níveis verificados nos países desenvolvidos, como ilustra o Gráfico 10. Nas palavras de Batista Jr., um dos principais críticos da estratégia implantada pela equipe econômica:

“No que diz respeito à redução da inflação, o programa de estabilização em curso é o mais bem-sucedido dos últimos 30 anos no Brasil. Os seus resultados também se comparam de modo bastante favorável com os programas de combate a inflação realizados em outros países.” (BATISTA JR. 1996, pág. 162).

**Gráfico 10 – IGP-DI:**

Fonte: Ipeadata.

Se por um lado, o câmbio sobrevalorizado teve impactos na indústria e no setor produtivo nacional, por outro serviu para reduzir os custos de insumos importados e para balizar a formação de preços em mercados concorrenciais. Além disso, os produtos importados foram de extrema importância para suprir a deficiência de oferta verificada após o sobreaquecimento inicial da economia após a estabilização. Como destaca Bastos: “[...] a maior capacidade de importação aliviou a pressão exercida pelo aumento temporário da demanda na economia.” (BASTOS 2001, pág. 236).

Os juros altos, por sua vez, deterioraram as contas públicas e tiveram impacto desacelerador sobre a atividade econômica, mas serviram para manter a âncora cambial e para conter a expansão do crédito verificada após o controle inflacionário. Para compensar os desequilíbrios resultantes das transações correntes, era necessário ter uma grande captação de capitais autônomos e compensatórios por meio da conta capital, de forma a equilibrar o BP. Após as crises que se propagaram nesse período e elevaram a percepção de risco, tanto o cambial quanto o risco-país, o aumento dos juros teve que ser correspondente para manter os capitais internamente (SOUZA 1999, pág. 42). A expansão do crédito que se seguiu a estabilização foi contida pelo governo com aumento dos juros, como evidencia Bacha: “Houve [...] a decisão de aumentar fortemente a taxa básica de juros e de impor restrições adicionais à expansão do crédito.” (BACHA 1997, pág. 182).

Uma análise dos índices de inflação mostra o inegável sucesso da estratégia adotada pelo Plano Real, como se pode ver na Tabela 4. O IGP-DI acumulado do primeiro semestre de 1994 indicava uma inflação de 763,12%, ao passo que o do segundo semestre registrou 16,97%. Em 1995 a inflação foi de 14,78% no ano, taxa registrada pela última vez durante o *milagre econômico*. A queda do índice continua até 1998, quando fecha em 1,7% no ano.

**Tabela 4 – Índices de Preço.**

ANO	IGP – DI	IPCA	IPC – FIPE
1994	1093,89	916,46	941,25
1995	14,78	22,41	23,17
1996	9,34	9,56	10,03
1997	7,48	5,22	4,83
1998	1,70	1,66	-1,80
1999	19,98	8,94	8,63

Fonte: Ipeadata.

Obviamente a escolha pela âncora cambial teve seus prós e contras, seus custos sociais e econômicos e seus benefícios. O fato é que ela serviu ao seu principal propósito, que era ser uma âncora para as expectativas inflacionárias dos agentes e balizar a formação de preços após o fim da inflação alta e crônica em que viveu o país.

Porém, os desequilíbrios macroeconômicos resultante de tal estratégia de condução de política econômica, a saber, os desequilíbrios na conta corrente do BP e nas contas públicas, inevitavelmente cobraram o seu preço. A crise russa de 1998 atingiu fortemente o Brasil, e após um período turbulento, em que se verificou grande perda de reservas (Gráfico 4) e que o país teve que recorrer ao FMI, a estratégia da âncora cambial chega ao fim, com a liberalização do câmbio no início de 1999 e a posterior adoção do sistema de metas de inflação.

Muito se debateu na época sobre a protelação dos ajustes necessários, tanto no âmbito externo quanto no interno. O desfecho dos desequilíbrios na balança comercial e no saldo de transações correntes, devido ao câmbio sobrevalorizado, da deterioração das contas públicas e do desempenho medíocre da economia, devido à política monetária restritiva, já era

premeditado por diversos economistas críticos ao regime econômico adotado. Por que então manter uma situação que se mostrava insustentável?

A resposta para esta questão não se dá por um único argumento, mas sim uma conjugação de diversos acontecimentos. Em primeiro lugar, argumentou-se que o ano de 1995 era um bom ano para iniciar uma transição para outro regime monetário, uma vez que a atividade econômica se desacelerava e havia uma crise externa. O governo argumentava que a memória inflacionária ainda era forte e identificavam-se focos de pressão, como nos reajustes salariais, no *boom* de consumo e na expansão do crédito (BACHA 1997, pág.179-181). Temiam-se os efeitos de uma desvalorização cambial sobre os preços, como ocorreu no México pouco tempo antes. (GIAMBIAGI 2011, pág. 170-1). Havia também a esperança de que o resto do mundo continuasse a financiar os desequilíbrios externos do país. De fato, os fluxos de capitais voltaram entre o final de 1995 e o início de 1996, mas a oportunidade foi perdida.

Todos os fatores supracitados contribuem para a explicação da manutenção do cenário, mas talvez o mais explicativo seja o fator político (BELLUZZO e ALMEIDA 2002, pág. 385). FHC é eleito presidente em 1994 pelo sucesso alcançado pelo Real no controle inflacionário. Sendo assim, sua prioridade no âmbito econômico ficou clara: combate à inflação acima de tudo, ainda que com custos elevados. (BATISTA JR. 1996, pág. 162-3). O ano de 1997 é marcado pela discussão sobre a emenda que possibilitaria a reeleição presidencial, além da crise asiática. Como a política vinha dando certo no combate inflacionário, uma alteração com consequências ruins para a economia, mais precisamente, para a inflação, poderia resultar em desastre eleitoral. Nas palavras de Batista Jr.: “O governo brasileiro, até pela forma como se elegeu, não poderia deixar de pautar a sua estratégia de política econômica pela preocupação com o combate à inflação.” (BATISTA JR. 1996, pág. 163). Esse erro, que viria cobrar seu preço no primeiro ano do segundo mandato de FHC, tem se mostrado comum no Brasil e no mundo. Ainda não se encontrou uma maneira de dissociar os ciclos econômicos dos políticos, e inevitavelmente as escolhas econômicas têm sido pautadas por critérios políticos ao longo da História.

## CONCLUSÃO

O trabalho procurou mostrar o desenvolvimento do processo inflacionário brasileiro e suas características principais. Partindo de uma rota ascendente nos anos 1950 e estando sempre subjugado ao crescimento econômico, a inflação se acelerou e o combate não se deu de maneira incisiva. O problema foi se postergando por mais de 40 anos, até chegar mais forte e intenso nos anos 1980. O caráter inercial, resultado do amplo sistema de indexação difundido pela economia, tornou-se o principal componente da inflação, o que impedia o sucesso dos mecanismos tradicionais de combate ao problema.

Após frustradas tentativas de controle inflacionário, baseados em congelamentos de preços, a estabilização é alcançada com o Plano Real em 1994, que se inspirou na proposta da Moeda Indexada de Pêrsio Arida e André Lara-Resende para lidar com o componente inercial da inflação. O contexto externo amplamente favorável foi crucial para o sucesso do plano, assim como algumas escolhas da equipe econômica.

Viu-se que o esforço fiscal, anunciado como condição para o plano ser bem sucedido, não foi feito de maneira sustentável e duradoura. A tentativa de adoção de uma *âncora fiscal*, que serviria de mecanismo coordenador de expectativas, se mostrou infundada. A precariedade do ajuste fiscal não comprometeu o sucesso do plano, que logrou reduzir a inflação a despeito da piora das contas públicas.

Também foi mostrado que a âncora monetária, planejada para ser a principal âncora do real, não se sustentou. As metas foram sucessivamente ultrapassadas, uma vez que o processo de remonetização verificado se mostrou imensurável, fazendo com que relação entre os agregados monetários e os preços se rompesse.

Coube então à âncora cambial dar sustentabilidade a estabilização recém-conquistada. Viu-se que algumas condições para o sucesso de uma estratégia baseada em um regime cambial existiam no Brasil, como um nível considerável de reservas internacionais e um processo de abertura comercial e financeira em andamento. Todavia, o realismo cambial não esteve presente, minando a sustentação da âncora ao longo do seu período de vigência.

Cabe ressaltar novamente o papel fundamental que teve o Plano Brady sobre a âncora cambial. Sem os fluxos de capitais que entraram no país após a renegociação da dívida externa, pela conta capital e financeira, seria impossível sustentar a âncora cambial diante dos crescentes déficits em transações correntes.

Analizou-se o desempenho da política econômica adotada, que se baseou numa política monetária extremamente restritiva e em uma taxa de câmbio sobrevalorizada. O objetivo principal de tal estratégia foi obtido, uma vez que os preços mostraram trajetória declinante até 1998. Porém, a estabilidade de preços se deu a custos elevados. O desempenho da economia passou longe de ser brilhante, com forte deterioração das contas públicas e fiscais, verificou-se um aumento do desemprego e consequências negativas para o setor produtivo nacional. Além disso, insistiu-se insistentemente na continuidade da estratégia adotada.

O contexto internacional de crises também contribuiu para o desgaste da âncora cambial, uma vez que no período analisado houve três grandes crises: México em 1994, Ásia, ao longo de 1997 e Rússia em meados de 1998.

Diante da deterioração de indicadores internos, como os fiscais e do BP, e do contexto turbulento externo, a credibilidade da âncora cambial foi se perdendo. A fim da âncora se dá com a traumática liberalização do câmbio e a adoção do sistema de metas de inflação, em 1999.

Conclui-se então que o principal pilar de sustentação da estabilidade de preços do Plano Real, a âncora cambial, foi adotada ao decorrer de uma sequência de tentativas frustradas de ancoragem da economia. Apesar de não ser a primeira opção dos formuladores do plano, acabou se mostrando como a que tinha melhores condições de implementação, dado o contexto de abundância de capitais externos, abertura comercial e câmbio sobrevalorizado. Logrou êxito em seu principal objetivo, porém os desequilíbrios decorrentes de sua adoção acabaram por determinar o seu fim.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARIDA, P. Entrevista. In BIDERMAN, C.; COZAC, L. F. & REGO, J.M. (orgs.). **Conversas com economistas brasileiros**, São Paulo, 34, 1996.

\_\_\_\_\_. & LARA-RESENDE, A. Recessão e taxa de juros: o Brasil nos primórdios da década de 1980. **Revista de Economia Política**, vol. 5, n. 1, jan./mar. 1995.

BACHA, E. O Fisco e a Inflação: uma interpretação do caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, v. 14, n. 1, jan./mar. 1994.

\_\_\_\_\_. Plano Real: uma avaliação preliminar. **Revista do BNDES**, n. 3, junho, 1995.

\_\_\_\_\_. Plano Real: uma segunda avaliação. In: **O plano real e outras experiências de estabilização**. Brasília, Ipea e Escritório da Cepal no Brasil, 1997.

BARROS DE CASTRO, L. Esperança, Frustração e Aprendizado: A História da Nova República (1985-1989). In: GIAMBIAGI et. al. (org.) **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011a.

\_\_\_\_\_. Privatização, Abertura e Desindexação: A Primeira Metade dos Anos 90 (1990-1994). In: GIAMBIAGI et. al. (org.) **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011b.

BASTIAN, E. F. O PAEG e o Plano Trienal: uma análise comparativa de suas políticas de estabilização de curto prazo. **Seminário de Pesquisa IE/UFRJ**, dez. 2011.

BASTOS, C. P. M. Inflação e estabilização. In: FIORI, L.; MEDEIROS, C. (orgs.) **Polarização mundial e crescimento**. Rio de Janeiro, Vozes, 2001.

BATISTA JR., P. N. Reforma monetária com âncora interna: uma alternativa à dolarização. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 21, n. 2, 1993.

\_\_\_\_\_. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. **Estudos Avançados** 10 (28), 1996.

BELLUZZO, L.G. M. & ALMEIDA, J. S. G. Plano Real: do sucesso ao impasse. In: **Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

BERNANKE, B. S. & MISHKIN, F. S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. **Journal of Economic Perspectives**, v. 11, n. 2, 1997.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A inflação decifrada. **Revista de Economia Política**, v. 16, n. 4, out./dez. 1996.

\_\_\_\_\_. A descoberta da inflação inercial. Texto para Discussão, n. 182. São Paulo, Escola de Economia de São Paulo, março de 2009. Disponível em: <  
<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2196/TD%20182%20-%20Luiz%20Carlos%20Bresser%20Pereira.pdf?sequence=1>>.

\_\_\_\_\_. & NAKANO, I. Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. **Revista de Economia Política**, v. 4, n. 1, 1984.

BRUNO, M. High inflation and the nominal anchors of an open economy. **NBER Working Paper**, n. 3518, novembro 1990.

CARNEIRO, D. D. Crise e Esperança: 1974-1980. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: cem a anos de política econômica republicana 1889-1989**, 30ª reimpressão. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.

\_\_\_\_\_.; MODIANO, E. Ajuste Externo e Desequilíbrio Interno: 1980-1984. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: cem a anos de política econômica republicana 1889-1989**, 30ª reimpressão. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.

CARVALHO, F. J. C. de. Sobre Âncoras, Diques e Outras Metáforas na Estratégia de Estabilização de Preços. **Boletim de Conjuntura IEI/UFRJ**, 1993.

FONSECA, M. A. R. da. Brazil's Real Plan. **Journal of Latin American Studies**, 30, Cambridge University Press, pp. 619-639, 1998.

FRANCO, G. H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, v. 18, n. 3, jul./set. 1998.

\_\_\_\_\_. **O Plano Real e Outros Ensaio**s. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

\_\_\_\_\_. Alternativas de Estabilização: gradualismo, dolarização e populismo. **Revista de Economia Política**, v. 13, n.2, abr./jun. 1993.

GARCIA, M. G. P. **Vida Longa Para o Real**. Jul. 1994. Disponível em: < <http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia/Artigos/VidalongaReal.PDF>>.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos; Os Anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI et. al. (org.) **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011.

\_\_\_\_\_.; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas** – Teoria e Prática no Brasil. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2008.

GOULD, D. M. Does the Choice of Nominal Anchor Matter?. **Center for Latin American Working Papers**, n. 0499, Federal Reserve Bank of Dallas, 1999.

HERMANN, J. Ancoragem Cambial em Ambiente de Elevada Mobilidade Internacional do Capital: Alcance, Limites e Soluções. **Estudos Econômicos**, v. 29, n. 4, out./dez. 1999.

\_\_\_\_\_. Reformas, Endividamento Externo e o “Milagre” Econômico (1964-1973). In: GIAMBIAGI et. al. (org.) **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011a.

\_\_\_\_\_. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: O II PND e a Crise da Dívida Externa (1974-1984). In: GIAMBIAGI et. al. (org.) **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011b.

LAGO, L. A. C. do. A Retomada do Crescimento e as Distorções do “Milagre”: 1967-1973. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: cem a anos de política econômica republicana 1889-1989**, 30ª reimpressão. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.

LARA-RESENDE, A. A moeda indexada: nem mágica, nem panaceia. **Texto para Discussão**, n.81. Rio de Janeiro, Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica, 1984. 26p.



\_\_\_\_\_. O conselho da moeda: um órgão emissor independente. **Revista de Economia Política**, v. 12, n. 4, out./nov. 1992.

\_\_\_\_\_. A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial. **Revista de Economia Política**, v. 5, n. 2, abr./jun. 1985.

\_\_\_\_\_. Estabilização e Reforma: 1964-1967. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**, 30ª reimpressão. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.

LIMA, F. C. G. de C. Âncora monetária, âncora cambial e outras questões náuticas. **Caderno de Conjuntura IEI/UFRJ**, n.17. 1993.

LOPES, F. L. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. **Revista de Economia Política**, v. 5, n. 2, abr./jun. 1985.

\_\_\_\_\_. Teoria e política da inflação brasileira: uma revisão crítica da literatura. In: SAYAD, J. (org.). **Resenhas de Economia Brasileira**. São Paulo, Saraiva, 1979.

\_\_\_\_\_. Só um choque heterodoxo pode curar a inflação. In: **O choque heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária**. Rio de Janeiro, Campus, 1986.

MENDONÇA, H. F. de. Metas para a Taxa de Câmbio, Agregados Monetários e Inflação. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 1, jan./mar. 2002.

MISHKIN, F. International experiences with different monetary policy regimes. **NBER Working Paper**, n. 7044, fevereiro 1999.

\_\_\_\_\_ & SAVASTANO, M. A. Monetary policy strategies for Latin American. NBER Working papers, n. 7617, março 2000.

MODENESI, A. **Regimes monetários: teoria e experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

MODIANO, E. A Ópera dos Três Cruzados: 1985-1989. In: ABREU, M. P. (org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**, 30ª reimpressão. Rio de Janeiro, Elsevier, 1990.

RAMOS, A. P. A Política Fiscal do Plano Real e o Ajuste Fiscal para 1999/2001. **Revista de Economia Política**, v. 21, n. 4, out./dez. 2001.

SALOMÃO, M. As Âncoras Nominais e o Combate a Inflação. **Revista da FAE**, v. 6, n. 1, jan./abr. 2003.

SCHWARTSMAN, A. A crise cambial e o ajuste fiscal. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 1, jan./mar. 1999.

SILVA, M. L. F. Plano Real e Âncora Cambial. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3, jul./set. 2002.

SIMONSEN, M. H. A Inflação Brasileira: lições e Perspectivas. **Revista de Economia Política**, v. 5, n. 4, out./dez. 1985.

SOUZA, F. E. P. A Política de Câmbio do Plano Real (1994-1998) – Especificidades da Âncora Brasileira. **Revista de Economia Contemporânea**, n. 5, jun. 1999.

SVENSSON, L. Fixed exchange rates as a mean to price stability: what have we learned?. **NBER Working Paper**, n. 4504, outubro 1993.

VILLELA, A. Dos “Anos Dourados” de JK à Crise Não Resolvida (1956-1963). In: GIAMBIAGI et. al. (org.) **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2ª ed. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011.